

## **GASTOS PÚBLICOS NAS TENTATIVAS DE REELEIÇÃO DE 2014 E 2022 Rumo a uma crise econômica com forte ajuste fiscal em 2027?<sup>1</sup>**

Alexandre Manoel, Marcos Lisboa, Marcos Mendes e Samuel Pessôa  
29 de outubro de 2024

Este texto sistematiza a expansão dos gastos públicos durante as tentativas de reeleição nos governos Dilma 1 (2011-2014) e Bolsonaro (2019-2022).

Em ambos os casos, a expansão do gasto ao final do mandato resultou em desequilíbrios nas contas públicas a serem enfrentados pelos governos seguintes. Parte importante desse desequilíbrio decorreu da utilização de mecanismos criativos para evitar que a expansão fiscal aparecesse nas estatísticas de resultado primário.

Nosso principal objetivo é apresentar uma medida da expansão de gastos em final de mandato, incluindo aqueles que não aparecem no resultado primário.

Esse texto analisa, igualmente, um segundo instrumento de intervenção da política econômica: a manipulação da taxa de câmbio.

A pesquisa acadêmica documenta a frequência, na América Latina, da utilização da política fiscal ou da cambial com o objetivo de gerar a percepção de maior bem-estar social no período eleitoral, ainda que resulte em problemas econômicos nos anos seguintes.

Por essa razão, é usual em muitos países no mundo, sobretudo nos desenvolvidos e em vários emergentes, a adoção de mecanismos institucionais que procurem garantir a robustez da política econômica no médio prazo, consistente com objetivos transparentes.

Um exemplo desses mecanismos é a autonomia do Banco Central, em que o poder eleito define as metas de política monetária, cabendo à autoridade monetária fazer a gestão da política para atingir os objetivos. A eleição da diretoria do Banco Central, com mandatos descasados inclusive do Executivo, é parte do desenho institucional adotado.

No Brasil, a autonomia do Banco Central apenas foi aprovada em 2021, bem depois do observado em outros países.

No campo fiscal, as melhores práticas relacionam-se ao chamado “marco fiscal de médio prazo”, que estabelece projeções e limites fiscais para um

---

<sup>1</sup> Os autores agradecem aos comentários de Adolfo Sachsida, Ana Paula Vescovi, Bráulio Borges, Fabio Giambiagi, Helio Gurovitz, Iana Ferrão, Manoel Pires, Mansueto Almeida e Thomas Traumann. Erros e omissões são de inteira responsabilidade dos autores.

horizonte de 3 a 4 anos e utiliza diversas regras para contrabalançar o viés de curto prazo dos ciclos políticos.

O Brasil tem adotado diversas regras e mecanismos de controle para tentar garantir a gestão equilibrada das contas públicas. Entretanto, ainda está longe de ter um marco fiscal de médio prazo crível e robusto.

Com frequência são adotados mecanismos criativos para driblar as regras. Esses mecanismos, por vezes, são pouco transparentes e não transitam pelos gastos primários. As instituições de controle não têm sido capazes de prevenir o descontrole em diversos momentos. O resultado é o crescimento da dívida pública.

O fenômeno ocorre em todas as esferas de governo, como revelam as frequentes crises em Estados da federação, por vezes com rompimento de contratos e descumprimento das normas que, por vezes, são estabelecidas pelos órgãos de controle.

A consolidação das contas públicas nos governos Dilma 1 e Bolsonaro revela um resultado talvez inesperado. Os dados indicam que os gastos eleitorais de Bolsonaro estimados em 0,2% do PIB, segundo a configuração básica do estudo, foram menores do que os de Dilma 1, que calculamos em 3,1% do PIB.

A situação fiscal deixada por Bolsonaro para o Governo Lula 3, ao assumir em janeiro de 2023, era de superávit estrutural de 0,2% do PIB, porém com gastos encobertos de 0,9% do PIB, implicando a necessidade de ajuste fiscal estrutural de 0,7% do PIB.

Essa situação era melhor que a repassada por Temer a Bolsonaro: déficit fiscal estrutural de 1,8% do PIB, mas com redução de gastos encobertos de 0,6% do PIB, implicando a necessidade de ajuste de 1,2% do PIB.

Esta já foi uma melhoria significativa em relação à situação ao final de Dilma 1, em 2014: déficit estrutural de 1,8% do PIB mais gastos encobertos de 1,7% do PIB, totalizando a necessidade de ajuste de 3,5% do PIB.

Além disso, documentamos a expressiva intervenção promovida pelo Banco Central no mercado de câmbio no fim do primeiro governo Dilma, fenômeno não observado no governo Bolsonaro.

Em 2023, no primeiro ano do governo Lula 3, contudo, em vez de novos avanços na lenta melhoria fiscal estrutural observada desde o primeiro ano do segundo mandato de Dilma, houve um significativo aumento do gasto público primário real (deflacionado pelo IPCA) de quase R\$345 bilhões.

É possível argumentar que parte deste aumento se devem a medidas tomadas no governo Bolsonaro. Trataremos dessa questão à frente. Argumentaremos que foram feitas escolhas que permitiram, ao menos parcialmente, criar espaço fiscal para esses gastos. O mesmo não ocorre no atual governo.

O texto termina documentando a piora fiscal dos últimos anos. Houve claramente uma opção da gestão Lula por não fazer escolhas para acomodar as políticas públicas de seu governo.

Essa piora fiscal foi motivada por dois fatores principais: 1) as propostas de expansão das despesas parafiscais; 2) um aumento efetivo na despesa primária, que subiu 1 ponto percentual do PIB, passando de 18% para 19%, em relação ao patamar deixado pelo governo anterior.

Os mecanismos parafiscais, que não transitam pelo resultado primário, ilustram a retomada da criatividade para conceder gastos públicos que aumentam a dívida pública, porém sem a transparência esperada nos indicadores usuais da contabilidade do setor público.

Em seguida a esta introdução, este documento está estruturado em cinco partes. A primeira seção aborda a metodologia e os dados relacionados aos processos eleitorais de 2014 e 2022.

A segunda seção apresenta a política de forte intervenção no câmbio no período pré-eleitoral ocorrida em Dilma 1, que contrasta com a não intervenção sistemática no governo Bolsonaro, já com independência do Banco Central.

Uma breve terceira seção sumariza a importância de regras e políticas críveis na gestão da política econômica e oferece alguns exemplos.

A quarta apresenta uma metodologia para a avaliação da herança fiscal de um governo e aplica a metodologia para os últimos governos. Ficará claro que houve, desde Dilma2/ Temer, melhora fiscal que foi revertida nos últimos anos.

A última seção analisa os dados da piora fiscal no atual mandato presidencial.

O texto contém dois anexos: o Apêndice 1 documenta os dados e as duas fontes de gastos ocultos ou encobertos deixados por um governo para o próximo, que são: i) precatórios inscritos durante o mandato que não foram pagos; e ii) o aumento do total de restos a pagar. O Apêndice 2 faz uma revisão da pesquisa acadêmica sobre o ciclo eleitoral e suas implicações no câmbio na América Latina.

## SEÇÃO 1: CICLO POLÍTICO DA DESPESA PÚBLICA EM ELEIÇÕES

Existe uma correlação entre a política econômica e o ciclo eleitoral, sobretudo em países emergentes, com destaque para a América Latina.

No período que antecede as eleições, governos com frequência ampliam seus gastos e, eventualmente, valorizam a taxa de câmbio. Ambas as medidas estimulam a economia no curto prazo, mas costumam cobrar seu preço depois das eleições.

A intervenção por razões eleitorais na taxa de câmbio tem se revelado uma medida custosa e pouco eficaz. Ela eleva o bem-estar no curto prazo, com preços menores dos produtos importados, não obstante ser de fôlego curto. Passado o ciclo eleitoral, a taxa de câmbio frequentemente se desvaloriza, surpreendendo a sociedade e onerando seu consumo.

O aumento do endividamento do setor público acima do PIB pressiona a inflação e as taxas de juros, prejudicando o crescimento econômico, revertendo o impulso inicial dado à expansão da demanda agregada.

A pesquisa com base nos dados dos países latino-americanos desde a segunda metade dos anos 1990 documenta esse mecanismo. No final desta nota, sistematizamos os principais trabalhos nessa área.

A motivação dessa política econômica é produzir uma percepção de melhora do bem-estar da sociedade no período pré-eleitoral, mesmo quando os governantes sabem que, depois de reeleitos, a sociedade terá de arcar com os custos do populismo de curto prazo. A volatilidade induzida pelo ciclo político reduz o crescimento de longo prazo.

Desde a última eleição, a equipe econômica do governo Lula 3 tem enfatizado os problemas fiscais herdados do governo anterior. O ministro Haddad destacou a “herança” pesada deixada pelo governo Bolsonaro sobre as contas públicas, com gastos populistas, segundo ele, da ordem de R\$ 270 bilhões.<sup>2</sup>

Em declaração durante encontro anual do FMI e Banco Mundial, registrada pela imprensa em 23/10/24, o Ministro declarou que o governo precisa recompor a sua base fiscal para custear “as despesas herdadas para as quais não havia fontes de financiamento e que tinham que ser pagas”<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> <https://fpabramo.org.br/focusbrasil/2024/05/28/haddad-aponta-rombo-deixado-na-economia-e-ressalta-acoes-da-fazenda/>.

<sup>3</sup> Valor Econômico, 23/10/24, “Brasil tem de recompor base fiscal, diz Haddad”.

A Presidente Dilma, ao ser reeleita, teve que lidar com a própria herança, não escapando de promover um ajuste fiscal em 2015, na contramão do que anunciava no período eleitoral.

Nos anos 1990, o ciclo cambial-eleitoral ocorreu na virada de 1998 para 1999, com a alteração do regime cambial de fixo para flutuante, na esteira da reeleição de Fernando Henrique Cardoso.

Os governos, por vezes, optam por mecanismos pouco transparentes na adoção dessas medidas populistas, mascarando seus impactos no orçamento público.

Foi o caso dos inúmeros mecanismos de “contabilidade criativa” adotados no governo Dilma. Eles permitiam aumentar os gastos públicos sem que estes transitassem, imediatamente, pelas despesas oficialmente contabilizadas e publicadas.

Um exemplo foi a concessão de aval do Executivo federal a novas dívidas dos entes subnacionais. Essa conta só ficou transparente nos gastos do Tesouro Nacional (TN) quando os governos locais deixaram de pagar suas dívidas, anos à frente, deixando a conta para a União. Logo, não impactava de imediato, o resultado primário ou a dívida líquida.

Outro exemplo foi o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), em que o BNDES concedia créditos subsidiados a empresas privadas, com recursos do TN. O logro estava em o TN reconhecer seu passivo com o BNDES apenas dois anos depois de o crédito ser concedido.

Em outras palavras, uma instituição, o BNDES, contabilizava um crédito junto ao Tesouro Nacional sem que o Tesouro contabilizasse o débito correspondente por 24 meses, violando o clássico princípio contábil das partidas dobradas.

Esses são apenas dois dos muitos exemplos da adoção de formas criativas e opacas de expansão do gasto público empregadas naquele período.

O governo Bolsonaro também utilizou estratégias inovadoras para ocultar a verdadeira situação fiscal, como a Emenda Constitucional dos Precatórios, que transferiu uma dívida para as administrações futuras, postergando compulsoriamente os compromissos financeiros do Tesouro Nacional em relação à sociedade.

Seguindo essa mesma trajetória de “inovação”, foi aprovada a “PEC Kamikaze” em julho de 2022, que declarou “estado de emergência” e possibilitou ao governo um gasto adicional de R\$ 41 bilhões (equivalente a

0,41% do PIB) – fora do teto do gasto vigente à época – em pleno ano eleitoral.

Anteriormente, em 2021, outra PEC foi aprovada, alterando o indexador do teto dos gastos e aumentando o limite de gasto em R\$ 65 bilhões (ou 0,65% do PIB).

O objetivo desta primeira seção é avaliar os gastos criados nas tentativas de reeleição dos governos Dilma e Bolsonaro. Ambos participaram de eleições caracterizadas por disputas acirradas: em 2014, Dilma se reelegeu com 51,6% dos votos válidos; em 2022, Lula venceu Bolsonaro com 50,9% dos votos válidos.

No cálculo dos gastos na tentativa de reeleição, consideramos dois itens principais. Primeiro, o gasto direto, desembolsos primários da União, contabilizados no Resultado do Tesouro Nacional (RTN). Segundo, o gasto indireto, contabilizado no Orçamento de Subsídios da União (OSU), atualmente divulgado pelo Ministério do Planejamento.

O impacto fiscal da intervenção nas estatais aparece embutido nos benefícios (subsídios) financeiros e creditícios dispostos no OSU.<sup>4</sup> Além disso, tentamos também contabilizar gastos para segurar artificialmente a inflação por meio do controle de preços administrados, como os de combustíveis e energia elétrica.

No caso do governo Dilma, consideramos a variação dos gastos primários e dos subsídios como proporção do PIB para a média de 2013 e 2014, em relação à média registrada em 2011 e 2012.

No governo Bolsonaro, devido à atipicidade do ano 2020, em que os gastos foram inflados pela pandemia, consideramos a comparação da média do biênio 2021 e 2022 com 2019.<sup>5</sup>

Consideramos também medidas que empurram para debaixo do tapete a despesa, postergando os problemas, sem, contudo, contabilmente aumentar a dívida pública fundada<sup>6</sup> (ou consolidada).

---

<sup>4</sup> Evidentemente, piora no balanço das empresas que requererão capitalização futura da empresa não estão consideradas na nossa avaliação.

<sup>5</sup> O PIB pode não ser um bom parâmetro. Ao longo do mandato, a atividade pode aumentar em razão da existência de capacidade ociosa prévia. O crescimento do gasto público acaba diluído pelo crescimento mais forte da economia. Segundo os dados de hiato de recursos da Instituição Fiscal Independente, a redução de ociosidade foi de 0,4 ponto percentual no biênio 2013/2014 ante 2011/2012 e 0,5 ponto percentual de 2021/2022 para 2019. Não houve grande diferença. Braulio Borges tem números diferentes. Trataremos disso adiante, no corpo do texto.

<sup>6</sup> Em tese, essas despesas que consideramos como “varridas para baixo do tapete” ou “encobertas” são contabilizadas na dívida flutuante do governo. Mas, de fato, não entram na dívida fundada, que é a dívida publicada oficialmente e amplamente acompanhada pela sociedade.

Isso também se aplica ao pagamento de precatórios, que ocorra em um ritmo inferior ao das concessões decididas pelo Judiciário. Nesse contexto, analisamos a diferença acumulada ao longo de quatro anos de mandato entre as concessões de precatórios e seus pagamentos efetivos nesse período. Esse valor é calculado como uma proporção do PIB no ano das eleições.

É importante ressaltar que qualquer adiamento ou atraso no pagamento de precatórios pode resultar em uma melhora fiscal no ano em questão, mas, certamente, não traz benefícios em termos de popularidade eleitoral. Por outro lado, o atraso no pagamento dos precatórios foi realizado para viabilizar o aumento do Bolsa-Família, o que tem impactos eleitorais.

Além de eventual manipulação dos gastos com precatórios, outra forma de encobrir as despesas ocorre por meio da manipulação dos restos a pagar, que também não são incorporados imediatamente à dívida pública fundada.

O estoque de restos a pagar no final de 2010 representa dispêndios que foram empurrados para frente por governos anteriores e, até aquela data, não haviam sido pagos.

Por conseguinte, consideramos a variação de restos a pagar entre o fim e o começo de cada governo: o final de 2014 ante o final de 2010, para Dilma, e o final de 2022 ante o final de 2018, para Bolsonaro. Novamente, consideramos a variação em R\$ correntes e dividimos pelo PIB de 2014 e de 2022, respectivamente.

**TABELA 1: despesas nas tentativas de reeleição (% do PIB)**

	OSU/PIB	Desp Primária/PIB	OSU ajustado/PIB	Desp Primária ajustada/PIB	Petroleo/PIB	Subsídio público CDE/PIB	Total	Varição/Varição Total
<b>Dilma</b>	Gasto médio 2011-2012	4,8	16,9	4,8	16,8	0,4	0,0	22,0
	Gasto médio 2013-2014	5,6	17,7	5,4	17,5	0,3	0,2	23,5
	Varição			0,6	0,7	0,0	0,2	1,4
	Gasto encoberto							1,7
	Varição total							3,1
<b>Bolsonaro</b>	Gasto 2019	4,9	19,5	4,9	19,5	0,0	0,0	24,4
	Gasto médio 2021-2022	5,3	18,2	5,3	18,1	0,3	0,0	23,7
	Varição			0,4	-1,4	0,2	0,0	-0,7
	Gasto encoberto							0,9
	Varição total							0,2
Diferença Dilma sobre Bolsonaro								<b>2,9</b>

A tabela 1 sumariza os resultados. Os gastos encobertos de Dilma 1 somam 1,7% do PIB. No caso de Bolsonaro, o montante é de 0,9% do PIB.

Comparando-se o total dos gastos nos dois últimos anos de governo contra os do começo do mandato, Dilma 1 ampliou as despesas “visíveis” em 1,4%

do PIB, enquanto a gestão Bolsonaro as reduziu em 0,7% do PIB.<sup>7</sup> Somando a variação da despesa com os gastos encobertos obtemos 3,1% do PIB para Dilma e 0,2% do PIB para Bolsonaro. O saldo é uma variação à maior de 2,9% do PIB no caso de Dilma 1 em comparação com Bolsonaro.

Na primeira coluna, temos os gastos com subsídios; na segunda, a despesa primária; na terceira e na quarta, os subsídios e a despesa primária ajustadas.

O ajuste foi deduzir de ambas o valor do subsídio relativo à conta de energia elétrica, que ficou explicitado na sexta coluna (Subsídio público CDE).

Na quinta coluna, temos os subsídios praticados pela Petrobras em combustíveis líquidos, gasolina e óleo diesel, segundo os cálculos do Centro Brasileiro de Infraestrutura.

Os subsídios, com o ajuste, elevaram-se em 0,6 ponto percentual (pp) do PIB no segundo biênio de Dilma I ante o primeiro. A despesa primária, também ajustada, elevou-se 0,7 pp do PIB também biênio ante biênio.

O ponto mais relevante deste texto é destacar a ocorrência de gastos encobertos, como denominamos, na contra-mão das regras fiscais. Esses gastos ocorreram em ambos os governos Dilma1 e Bolsonaro.

Esse conclusão revela a necessidade de aperfeiçoamento das regras institucionais e dos mecanismos de controle no orçamento público de modo a garantir a transparência das escolhas de política pública e o seu impacto na evolução da dívida.

Essa transparência e os mecanismos de controle deveriam, em particular, prevenir o uso disfaçado de recursos públicos em períodos eleitorais, que, posteriormente, cobram a conta da sociedade.

A denominação do que seja “gasto eleitoral”, contudo, pode ser objeto de controvérsias. Nas subseções seguintes, detalhamos algumas definições opcionais desse conceito na comparação entre ambos os governos.

Os muitos ajustes revelam a complexidade e múltiplos mecanismos, por vezes pouco transparentes, adotados pela política pública no Brasil.

### **SEÇÃO 1.1: Alguns comentários sobre ajustes: subsídios à energia**

Não houve elevação dos subsídios praticados pela Petrobras em Dilma 1 para conter preço de combustível ao final do mandato, segundo a

---

<sup>7</sup> O valor de 1,7% do PIB para Dilma e 0,9% para Bolsonaro foi obtido somando as colunas 3ª até a 6ª. As primeiras duas colunas foram baixadas diretamente das fontes oficiais.

metodologia empregada neste texto. Por outro lado, houve subsídio do Tesouro para a conta de luz de 0,2% do PIB no biênio 2013 e 2014.

Os R\$ 28,6 bilhões despendidos com a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) durante o biênio 2013-2014, com o objetivo de evitar o aumento nas tarifas de energia elétrica, foram excluídos da contabilização explicitada nas duas primeiras colunas da tabela 1 (OSU e Desp Primária), gerando o termo ajustado (a) nas terceira e quarta colunas. Essa despesa está indicada na coluna “Subsídio público CDE”.

No apêndice 1, apresentamos o detalhamento e as fontes para os cálculos que resultaram na linha “gasto encoberto”.

### **SEÇÃO 1.2: Alguns comentários sobre ajustes: precatórios e restos a pagar**

Dilma pagou R\$ 0,2 bilhão de precatórios a mais que a concessão (pelo Judiciário). Isso ocorreu tanto em virtude da atualização monetária de valores entre a inscrição dos precatórios na lei orçamentária e o efetivo pagamento no ano seguinte quanto do pagamento dos precatórios de pequeno valor, frequentemente não previstos na lei orçamentária.

Por outro lado, a elevação do estoque de restos a pagar foi de R\$ 99,1 bilhões, totalizando R\$ 98,9 bilhões (99,1-0,2) de despesas postergadas, ou 1,7% do PIB de 2014.

Assim, ao acrescentarmos as despesas postergadas de 1,7% do PIB à variação média de 1,4% nas despesas públicas durante o governo de Dilma, que se refere à diferença entre os biênios de 2013-2014 e 2011-2012, pode-se concluir que ela utilizou 3,1% do PIB em gastos eleitorais.

No governo Bolsonaro, por outro lado, a despesa primária caiu 0,7 ponto percentual do PIB na média de 2021-22.

Os gastos encobertos, entretanto, aumentaram por meio de não pagamento de precatórios. Houve pagamento a menor de R\$ 27,2 bilhões em precatórios, nos quatro anos de sua gestão, em relação à concessão estabelecida pelo Judiciário, basicamente em decorrência da emenda constitucional aprovada no fim de 2021, que ficou conhecida como “PEC do calote”.

No que diz respeito aos restos a pagar, a elevação foi da ordem de R\$65,5 bilhões. Somando precatórios não pagos e variação de restos a pagar, temos um total de R\$92,7 bilhões de “gastos encobertos” ou 0,9% do PIB.

De acordo com essa metodologia, ao somar as despesas postergadas (ou encobertas) com a variação média das despesas públicas “visíveis” no

biênio de 2021 a 2022 em comparação a 2019, podemos concluir que Bolsonaro gastou 0,2% do PIB em sua tentativa pela reeleição.

### **SEÇÃO 1.3: Primeira consolidação dos ajustes. Permanecem as principais conclusões**

Consequentemente, há um gasto eleitoral em Dilma 1 que superou o de Bolsonaro em 2,9 pontos percentuais do PIB.

A diferença a favor de Bolsonaro é fruto do forte ajuste fiscal realizado em 2021 e 2022, em comparação com o primeiro ano do mandato dele, antes da pandemia da Covid-19, especialmente devido à ausência de aumento real para o salário-mínimo e para o servidor público.

O gasto primário ajustado de 18,1% do PIB para o biênio 2021-2022 é 1,4 pp do PIB inferior ao gasto de 19,5% do PIB de 2019.

Vale destacar que, no gasto primário de 2022, estão incluídos os programas eleitorais para taxistas e caminhoneiros, bem como o pagamento do Auxílio Brasil de R\$ 600 e o aumento do benefício do programa Auxílio-Gás, e todo o espaço fiscal obtido com a PEC de 2021 que alterou o indexador do teto dos gastos. A despeito de todas essas iniciativas expansionistas, o controle das despesas com o funcionalismo e a moderação no ajuste do salário mínimo viabilizaram a redução da despesa primária em proporção do PIB.

Adicionalmente, pela metodologia aqui empregada, Dilma varreu mais para baixo do tapete: 1,7% do PIB de gasto encoberto ante 0,9% do PIB para Bolsonaro. Parte do ajuste fiscal de Bolsonaro foi obtido por meio de elevação do PIB, visto que em 2019 o desemprego ainda era muito elevado e havia espaço para crescer ocupando capacidade ociosa na economia. Voltaremos a esse ponto à frente.

O choque inflacionário também facilitou a contenção do gasto público pelo governo Bolsonaro. Todavia, a decisão de conter o gasto nominal em meio a um choque inflacionário acarreta custos políticos ao Executivo.

Pode-se também sustentar que Bolsonaro apresentou um orçamento bastante limitado, cujo gasto em 2022 impactou negativamente diversas políticas públicas. Essa questão foi, inclusive, uma das razões que motivaram a criação da Emenda Constitucional da Transição.

No entanto, a escolha de restringir os gastos públicos foi contrária à estratégia populista geralmente adotada em anos eleitorais, o que pode ter comprometido suas chances de reeleição. O tema do legado fiscal do governo Bolsonaro será avilado na próxima seção.

É importante destacar que estudo do Banco Mundial, publicado em 2018, indicava que os salários no serviço público federal eram elevados em relação aos de funções similares no setor privado.<sup>8</sup>

Do ponto de vista dos interesses da Administração Pública, era defensável a realização de uma correção abaixo da inflação do salário real dos servidores públicos federais.

#### **SEÇÃO 1.4: Ajustes adicionais na comparação entre os governos**

Um item importante não considerado na tabela 1 foi a desoneração do ICMS em função da reclassificação dos combustíveis, telecomunicações e energia elétrica, fruto da Lei Complementar 192 de 2022.<sup>9</sup>

A eventual utilização dessa desoneração no “gasto eleitoral” decorreria, portanto, de sua antecipação para 2022. A reclassificação teve um impacto fiscal em 2022 de R\$ 109 bilhões em 12 meses, segundo o Confaz.<sup>10</sup> Logo, em seis meses, temos R\$ 54,5 bilhões ou 0,54% do PIB.

Com a inclusão desse dado, a disparidade entre os gastos “excessivos” de Dilma e Bolsonaro diminuiria de 2,9% do PIB para 2,4% do PIB, ao considerarmos esse subsídio (gasto) tributário, que é oficialmente atribuído aos Estados, mas que aparentemente teve como objetivo a reeleição de Bolsonaro.

O leitor pode se surpreender ao perceber que os subsídios aos combustíveis, implementados pela Petrobras, não impactaram na conta da reeleição de Dilma.

Isso ocorre porque essa política de subsídios foi mantida ao longo de todo o seu mandato de quatro anos. Por essa razão, esses subsídios não se encaixam na nossa definição de populismo de curto prazo, que se refere apenas às medidas adotadas especificamente durante o período eleitoral.

É importante destacar que essa política pública resultou em um endividamento de US\$ 100 bilhões para a petroleira estatal. No período de

---

<sup>8</sup> Ver página 46 em <https://documents1.worldbank.org/curated/en/884871511196609355/pdf/121480-REVISED-PORTUGUESE-Brazil-Public-Expenditure-Review-Overview-Portuguese-Final-revised.pdf>.

<sup>9</sup> A decisão do STF de classificar bens e serviços como essenciais a partir de 2024 para determinação da alíquota do ICMS aplicava-se para telecomunicações e eletricidade. Bolsonaro ampliou a abrangência dessa decisão para combustíveis e transportes públicos. Avaliamos que, sob uma perspectiva lógica, essa ampliação foi adequada, pois representa um ajuste na classificação que acompanha a evolução natural da sociedade e os novos padrões de consumo.

<sup>10</sup> <https://comfaz.org.br/novo/estados-perdem-r-109-bilhoes-de-icms/#:~:text=A%20arrecada%C3%A7%C3%A3o%20dos%20estados%20em,da%20Lei%20Complementar%20194%2F2022.>

quatro anos do primeiro mandato de Dilma, o atraso nas tarifas, convertido para dólares da data, totalizou US\$ 36 bilhões, considerando juro zero.<sup>11</sup>

Durante os primeiros quatro anos da presidência de Dilma, os subsídios aos combustíveis totalizaram 0,36% do PIB por ano, somando 1,44% do PIB em quatro anos. Em contraste, o governo Bolsonaro gastou no seu quadriênio 0,15% do PIB por ano, ou 0,60% do PIB no quadriênio. A diferença é de 0,84% do PIB.

Se incluirmos simultaneamente nos gastos excessivos a desoneração do ICMS e o subsídio aos combustíveis nos quatro anos do mandato, a gestão Dilma 1 teria despendido 3,2% do PIB a mais que a gestão Bolsonaro, em suas respectivas tentativas de se reeleger.

### **SEÇÃO 1.5: Últimos ajustes**

Mesmo com os acréscimos acima, a principal conclusão, de que os gastos pre-eleitorais de Dilma 1 foram maiores que os de Bolsonaro, permanece inalterada.

Pode-se argumentar, adicionalmente, que parte da elevação do gasto de Dilma na segunda metade de seu mandato não decorra exclusivamente de uma opção por estimular de forma não sustentável a atividade econômica no curto prazo para aumentar a possibilidade de reeleição.

Essa política pode ter decorrido de um plano de governo que defende a importância de maiores gastos públicos.<sup>12</sup>

Se considerarmos, por hipótese e fazendo o caso mais favorável à presidente Dilma, de que o 1,4 ponto percentual do PIB de elevação do gasto primário em 2013-2014 sobre 2011-2012 seja decorrente desse plano de governo e não tenha nenhuma motivação eleitoral, o gasto eleitoral de Dilma reduz-se de 2,9% para 1,5% do PIB.

Outro ajuste possível é supor que parcela da queda do gasto público no biênio 2021-2022 tenha sido fruto de um gasto como proporção do PIB artificialmente elevado em 2019, pois o PIB estava muito deprimido em função do elevado desemprego.

---

<sup>11</sup> Agradecemos à analista sênior do Centro Brasileiro de Infraestrutura, CBIE, Luana Furtado, por compartilhar os dados. O subsídio diário foi somado para o quadriênio sem considerar os juros que a Petrobrás perdeu por ter menos caixa.

<sup>12</sup> Agradecemos esta observação a Manoel Pires.

Se calcularmos o gasto como proporção do PIB potencial o aumento do gasto com Dilma será de 1,4% do PIB (teremos 23,5% para o biênio 2011-2012 e 24,9% do PIB para o biênio seguinte).

Os números para Bolsonaro são bem diferentes: temos 23,4% do PIB em 2019 ante 23,3% do PIB para o biênio 2021 e 2022, uma queda de 0,01 pp. A redução de gasto público com Bolsonaro que era de 0,7% do PIB cai para 0%.<sup>13</sup> Mesmo com este ajuste, o resultado continua desfavorável a Dilma 1.

Por outro lado, se considerarmos que o gasto primário de 2022, pelas estatísticas oficiais, foi superestimado em 0,25% do PIB, em função do ajuste do pagamento da União ao município de São Paulo pelo aeródromo Campo de Marte,<sup>14</sup> o gasto “excessivo” em Dilma 1 sobre o praticado por Bolsonaro eleva-se em 0,25 pp.

Os dois ajustes – o ajuste cíclico para o PIB em 2019 e a contabilização correta da operação com o Campo de Marte – gera um ajuste a favor de Dilma 1 de 0,45 pp do PIB, insuficiente para fazer com que o seu gasto pré-eleitoral seja considerado inferior a do Bolsonaro.

Um último ajuste refere-se ao conceito de restos a pagar. O leitor pode se perguntar sobre a utilização dos restos a pagar totais — tanto processados quanto não processados — no contexto da postergação de gastos. É possível argumentar que apenas os restos a pagar processados deveriam ser levados em conta.

No entanto, é importante notar que uma parte considerável dos restos a pagar não processados refere-se a empenhos de despesas obrigatórias, os quais não podem ser cancelados. Portanto, parece mais apropriado considerar os restos a pagar totais como uma forma de avaliar a postergação de gastos, em vez de restringir a análise apenas aos processados.

Se empregarmos o conceito mais restrito de restos a pagar não processados, os números ficam 1,15 ponto percentual do PIB menor para o quadriênio de Dilma. Em vez dos 2,9 pontos percentuais do PIB de sobregasto de Dilma sobre Bolsonaro teríamos 1,8% do PIB.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Agradecemos a Bráulio Borges pelo comentário e por nos disponibilizar a sua medida de PIB potencial.

<sup>14</sup> Este gasto tem a natureza de uma operação de troca de ativos, e não um gasto primário.

<sup>15</sup> Maiores detalhes na subseção 1.6.

## SEÇÃO 1.6: Conclusão da comparação

A conclusão da primeira seção desta nota é que, do ponto de vista *estrito* do gasto para se reeleger, em praticamente todas as configurações Dilma gastou mais que Bolsonaro, e, em algumas, bem mais.

Para facilitar a leitura, a tabela 2 consolida todos os ajustes que foram considerados nas diversas subseções desta primeira seção.

Na primeira coluna da tabela, temos o saldo da tabela 1: o gasto eleitoral de Dilma foi 2,94% do PIB superior ao de Bolsonaro.

**TABELA 2: Ajustes sucessivos (% do PIB)**

	Cenário Básico	Subsídio combustíveis quatro anos	Ajuste Campo de Marte	Desoneração ICMS	Redução dos gastos com Bolsonaro é cíclica	Elevação de gastos de Dilma é programática	Diferença gasto encobertos RAP processados
<b>Dilma</b>		0,84				-1,43	-1,65
<b>Bolsonaro</b>			-0,25	0,54	0,70		-0,49
<b>Saldo</b>	2,94	3,78	4,03	3,49	2,79	1,36	0,21
<b>Saldo pró Dilma</b>	2,94			2,40	1,70	0,27	-0,88

A segunda coluna destaca 0,84% do PIB a mais de gastos de Dilma sobre Bolsonaro, se considerarmos os subsídios aos combustíveis nos quatro anos do mandato, o que eleva a diferença dos gastos eleitorais para 3,78% do PIB (2,94+0,84). Na seguinte, os 0,25% do PIB a menor para Bolsonaro, se considerarmos que a despesa referente ao Campo de Marte não representa um gasto primário, eleva o placar desfavorável a Dilma 1 para 4,03% do PIB (3,78+0,25).

Em seguida, temos os 0,54% do PIB a maior para Bolsonaro se incluirmos os custos fiscais da desoneração do ICMS, que reduz a diferença para 3,49% do PIB. Na quinta coluna, tem-se 0,7% a maior para Bolsonaro se considerarmos que a queda do gasto no segundo biênio, em relação a 2019, foi cíclica, reduzindo a diferença para 2,79% do PIB.

Na sexta coluna temos 1,4% do PIB a menor para Dilma, se considerarmos que toda a elevação do gasto primário no binênio 2013-2014 foi programática. A diferença cai para 1,36% do PIB, com Dilma 1 ainda apresentando gasto pré-eleitoral superior ao de Bolsonaro.

Finalmente, se considerarmos o conceito de restos a pagar não processados temos uma redução do gasto de 1,65% do PIB no caso de Dilma, e de 0,49% do PIB no caso de Bolsonaro. Levando em conta este conceito alternativo, Bolsonaro continua com gasto eleitoral 0,2 p.p. do PIB abaixo de Dilma 1.

Somente com a adoção desta última alteração é que Dilma 1 se aproxima de Bolsonaro em termos de gastos pré-eleitorais.

Na última linha, temos somente os ajustes que melhoram a posição relativa de Dilma 1, como uma forma de ilustrar uma possível visão intuitiva (enviesada) da opinião pública. O ponto de partida é o mesmo da terceira linha, o saldo encontrado na primeira tabela de 2,94% do PIB de excesso de gasto eleitoral de Dilma sobre Bolsonaro.

Nada se registra na segunda e na terceira coluna, pois elas referem-se a pontos que pioram a situação relativa de Dilma 1. Na quarta coluna da última linha temos um fator negativo para Bolsonaro: a inclusão da desoneração do ICMS de 0,54% do PIB. O excesso de gasto de Dilma se reduz de 2,94% do PIB para 2,40% do PIB.

A cada coluna seguinte, acrescentam-se os fatores que melhoram a posição relativa de Dilma 1. Considerando todos os ajustes que reduzem a diferença inicial desfavorável à Dilma, o saldo final fica desfavorável à Bolsonaro em 0,88% do PIB (último coluna da última linha). Essa, nos parece, é a leitura mais intuitiva que boa parcela da opinião pública teve na virada de 2022 para 2023. Que Bolsonaro tinha superado Dilma em seus esforços de se reeleger.

Nos parece, que, olhando o conjunto dos ajustes, que Dilma gastou mais do que Bolsonaro na tentativa de reeleição.

Não obstante, ambos lançaram mão de gastos encobertos em valores significativos, o que, em si, revela fragilidade das nossas instituições para controlar este processo nocivo à estabilidade e crescimento de longo prazo.

## **SEÇÃO 2: CICLO POLÍTICO DO CÂMBIO EM ELEIÇÕES**

Depois de mais de duas décadas de discussão, no governo Bolsonaro foi aprovada a independência do Banco Central (BC). Uma atribuição importante do BC é administrar as reservas internacionais. O BC não intervém no câmbio para atingir meta de taxa cambial, mas sim para atenuar as suas oscilações.

Na ausência da independência do Banco Central, o Executivo pode pressioná-lo para que, antes das eleições, ocorra intervenção no mercado de câmbio para tentar valorizar temporariamente o Real em relação às demais moedas.

As ações do Banco Central relacionadas ao câmbio não são decididas e divulgadas por um comitê de forma colegiada, como acontece nas decisões sobre política monetária. Por essa razão, as justificativas para uma possível intervenção do Banco Central são menos transparentes. O controle social sobre a política cambial é menor.

Os dados apresentados na tabela 3 evidenciam a intervenção do mercado de swap cambial ao final do governo Dilma, durante o período pré-eleitoral, algo que não se verificou durante a gestão de Bolsonaro.

**TABELA 3: política cambial nas tentativas de reeleição**

Defasagem	DILMA				BOLSONARO		
	Data	Swap (% do PIB)	TT (% do PIB)	Data	Swap (% do PIB)	TT (% do PIB)	
-6	mar-13	0,0	-3,9	mar-21	-5,1	-1,8	
-5	jun-13	-0,7	-3,7	jun-21	-5,0	-1,5	
-4	set-13	-2,1	-3,9	set-21	-4,7	-1,9	
-3	dez-13	-3,0	-3,6	dez-21	-4,8	-2,4	
-2	mar-14	-3,6	-3,8	mar-22	-5,7	-1,7	
-1	jun-14	-3,7	-3,9	jun-22	-5,5	-2,2	
0	set-14	-3,9	-4,0	set-22	-5,3	-2,7	

Na primeira coluna da tabela 3, lêem-se as defasagens de cada trimestre com o período eleitoral. O período eleitoral é identificado pela data zero (é o terceiro trimestre de 2014, para Dilma, e o de 2022, para Bolsonaro). Cada defasagem adicional representa um trimestre anterior ao trimestre das eleições (por isso o sinal negativo nas datas).

Dessa forma, a data -6 corresponde ao primeiro trimestre de 2013 para Dilma e ao primeiro trimestre de 2021 para Bolsonaro. A fim de melhorar a legibilidade, as datas estão apresentadas nas segunda e quinta colunas da tabela.

A terceira e sexta colunas da tabela apresentam os estoques de *swaps* cambiais no final de cada trimestre, como proporção do PIB acumulado em quatro trimestres. A quarta e sétima colunas apresentam o resultado das transações correntes acumulado em quatro trimestres como proporção do PIB.

No período de 2013 até o terceiro trimestre de 2014, quando não havia independência do BC, houve crescimento no estoque de *swaps* Cambiais de 0% para 4,0% do PIB, amortecendo a desvalorização do câmbio, que passou de R\$ 2,0 para R\$ 2,3 por dólar.

O elevado déficit de transações correntes observado no período indica que não havia motivo para a prática de políticas que contrabalançassem a desvalorização da moeda. Os fundamentos apontavam que deveria haver um ajuste ainda maior no real em comparação com o dólar.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Evidentemente há argumentos teóricos para a suavização. Veja, por exemplo, Agénor, Alper e Pereira da Silva (2014). O tema aqui é a intensidade da intervenção e a artificialidade da política cambial. Por exemplo, o ex-diretor da área externa do Banco Central, Tony Volpon, escreveu: “Portanto, podemos

Em contraposição, é possível verificar que, entre 2021 e 2022, praticamente não houve variação no estoque de oferta de *swaps* Cambiais. E, de fato, não havia motivos para que o BC atuasse no câmbio naquele período.

Em suma, não é possível dizer que o Banco Central fez intervenção com motivação política na condução da política cambial à frente do Banco Central, no período eleitoral de 2022.

O mesmo, contudo, não pode ser dito da gestão do BC nos últimos dois anos do governo Dilma 1. É possível ver sinais de intervenção populista no câmbio, que pode ter contribuído para o resultado eleitoral.

Além disso, cabe mencionar que houve um ciclo de aperto monetário durante as eleições de 2022. Isso permite inferir que não houve ação com motivação política na condução da política monetária à frente do Banco Central naquele período eleitoral, fortalecendo a importância institucional da independência do BC.

### **SEÇÃO 3: REGRAS E GOVERNANÇA NA GESTÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA**

Regras e procedimentos para a transparência da execução do orçamento público, assim como para a execução das políticas monetária e cambial, evitando a criatividade que mascara despesas e explicitando políticas macroeconômicas eleitoreiras, reduzem a chance de novas medidas populistas.

Da mesma forma, o Tesouro Nacional deveria distinguir entre as receitas permanentes e as temporárias. Estas últimas auxiliam o resultado primário em um ano, mas não refletem adequadamente a solidez de nossas contas públicas, em que a imensa maioria das despesas são permanentes.

É importante também que, a exemplo do que já faz o Banco Central, o corpo diretivo do Tesouro Nacional recomende e siga as boas práticas descritas nos manuais de finanças públicas dos organismos internacionais, como as explicitadas no *“Manual on Government Finance Statistics”*, publicado e frequentemente atualizado pelo FMI.

Recentemente, o STF considerou inconstitucional a PEC Kamikaze. Oxalá essa decisão dificulte tal prática nos próximos pleitos eleitorais. A boa gestão das contas públicas está diretamente ligada à transparência e ao fortalecimento da democracia.

---

concluir que uma das consequências da continuidade da intervenção em 2014 foi a de artificialmente valorizar a taxa de câmbio, jogando o ajuste – neste caso externo – para depois da eleição”. Ver Volpon (2019), página 147 e 148.

A opção por medidas de curto prazo que mascaram a ausência de solidez do orçamento do governo revela fragilidade nas instituições e nos mecanismos de controle social, além de expor a falta de comedimento (ou autocontenção) dos gestores, fragilizando o Estado Democrático de Direito, como elaborado há alguns anos no debate público.<sup>17</sup>

Um aspecto fundamental da moderação no processo democrático é evitar a mentalidade do “vale tudo” nas eleições, pois essa abordagem, a fim de alcançar a vitória a qualquer preço, costuma resultar em graves prejuízos econômicos nos anos subsequentes.

Por essa razão, diversos países implementam mecanismos institucionais com o objetivo de reduzir a manipulação das políticas monetária e cambial, além de conter o populismo fiscal durante o período que antecede as eleições.

Um exemplo é a autonomia do Banco Central que, como vimos, acabou contribuindo para o comedimento na última eleição presidencial, garantindo a persecução de boas práticas na condução das políticas monetária e cambial. Nesse sentido, faz-se necessário acompanhar se esse mesmo comedimento ocorrerá na próxima eleição presidencial, em 2026, fortalecendo a institucionalidade de nossa autoridade monetária.

Há muito a ser feito na área fiscal, e os sinais observados ao longo de 2024 não têm sido alvissareiros. Reduzir a influência do ciclo político nas contas públicas é um dos aspectos fundamentais de prudência na política econômica, visando alinhar sua implementação aos interesses de longo prazo da nação. Agora, vamos abordar o legado fiscal de cada uma das gestões recentes, comparando-as com a anterior.

#### **SEÇÃO 4: HERANÇA FISCAL DE DILMA 1 A LULA 3.**

A transição entre o governo Bolsonaro e o Lula 3 foi marcada por intensos debates sobre o legado fiscal deixado pela gestão de Bolsonaro. Nesta seção, examinamos a herança fiscal dessa gestão e a comparamos com a do primeiro mandato de Dilma Rousseff e de Michel Temer.

É importante destacar, em primeiro lugar, que é difícil sustentar que a herança deixada pelo governo Bolsonaro foi negativa em termos de

---

<sup>17</sup> Para uma análise da grande crise brasileira de 2014 até 2016 com foco no comedimento (*forbearance*) na política, ou na sua falta, veja o debate entre Celso Rocha Barros, Marcos Lisboa, Samuel Pessôa e Helio Gurovitz: “O comedimento e a crise na política: um debate com Celso Rocha de Barros e Helio Gurovitz” Parte III (páginas 307-398) em *O Valor das Ideias, debate em tempos turbulentos*, de Marcos Lisboa e Samuel Pessôa, Companhia das Letras 2019.

crescimento econômico, considerando especialmente todas as reformas institucionais que foram feitas desde o governo Dilma 2.

A Tabela 4 apresenta as taxas de crescimento do produto per capita real, expressas em dólares constantes de 2017, levando em conta as diferenças sistemáticas no custo de vida entre as economias. As informações referem-se à economia mundial, à América Latina excluindo o Brasil e ao Brasil. Os dados foram fornecidos pelo FMI e abrangem o período de 1980 a 2022, incluindo diversos subperíodos.

**TABELA 4: Taxa de crescimento do produto per capita a preços constantes (US\$ de 2017 a PPP)**

TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB PER CAPITA				
		Mundo	América Latina ex Brasil	Brasil
<b>41 anos de baixo crescimento</b>	1980-2022	2,0	0,7	0,7
<b>Redemocratização e hiperinflação</b>	1980-1993	2,1	0,0	0,1
<b>Estabilização e liberalização</b>	1993-2006	4,4	1,4	1,6
<b>Intervencionismo</b>	2006-2013	2,2	1,7	2,9
<b>Crise</b>	2013-2016	0,9	0,1	-2,9
<b>Lenta recuperação</b>	2016-2019	1,8	-0,5	0,7
<b>Pandemia</b>	2019-2022	1,0	0,1	0,8
<b>Intervencionismo e crise</b>	2006-2016	1,8	1,2	1,1

Fonte: World Economic Outlook do FMI. O primeiro ano em cada intervalo de tempo é o ano base para o cálculo das taxas de crescimento.

Na tabela, o primeiro ano de cada intervalo de tempo inclui o ano base considerado para o cálculo das taxas de crescimento.

De modo geral, a performance da economia brasileira reflete a evolução da economia latino-americana, porém fica abaixo da média mundial. É importante destacar que, durante a pandemia, o desempenho da economia brasileira superou o da América Latina.

É inegável que houve um bom desempenho durante o período de intervencionismo de 2007 a 2013, que precedeu a reeleição de Dilma. No entanto, desequilíbrios começaram a se acumular e, nos três anos seguintes, a economia brasileira enfrentou uma grave crise econômica.

Assim, quando se analisa o período de intervencionismo em conjunto com a crise – a última linha da tabela – constata-se que o desempenho médio do Brasil foi ligeiramente inferior ao da América Latina.

Deve-se destacar que, como mostra a tabela, no período chamado de lenta recuperação, de 2016 até 2019 (que inclui o Governo Bolsonaro), o desempenho da economia brasileira foi bem melhor do que o da América Latina, enquanto no período de intervencionismo e crise (Governo Dilma) ficamos praticamente iguais ao restante da América Latina.

Outra forma de avaliar a herança na economia é observar o crescimento nos anos imediatamente em seguida ao final do mandato.

O crescimento econômico de um ano não se deve apenas a políticas implementadas no mesmo ano. Há, evidentemente, o efeito de plantar (boas ou más políticas) e colher seus resultados anos à frente.

No biênio imediatamente em seguida a Dilma 1 a economia caiu 6,5%; no biênio em seguida a Bolsonaro a economia cresceu 6%.

Nada indica que o legado de Bolsonaro foi ruim para a atividade econômica.<sup>18</sup>

Mas, o objetivo desta seção é discutir com mais detalhe a política fiscal. É possível afirmar que a herança da política fiscal do governo Bolsonaro foi maldita, quando comparada com o histórico fiscal desde o início do século?

A Instituição Fiscal Independente (IFI) oferece uma série sobre o resultado primário estrutural. Esse resultado ajusta o resultado primário ao excluir receitas e despesas não recorrentes, além de considerar o impacto do ciclo econômico no resultado primário do governo.

A figura 1 apresenta a evolução do resultado primário estrutural do governo central, de 1997 até 2023, como proporção do PIB, conforme a metodologia da IFI.

Houve um período de organização e reestruturação fiscal que se estendeu de 1997 a 2003, seguido por uma fase de estabilidade em 2004 e 2005. No entanto, entre 2006 e 2014, a situação fiscal estrutural se deteriorou de forma contínua. O superávit primário estrutural, que era de 2,5% em 2005, caiu para um déficit de 1,8% do PIB em 2014.

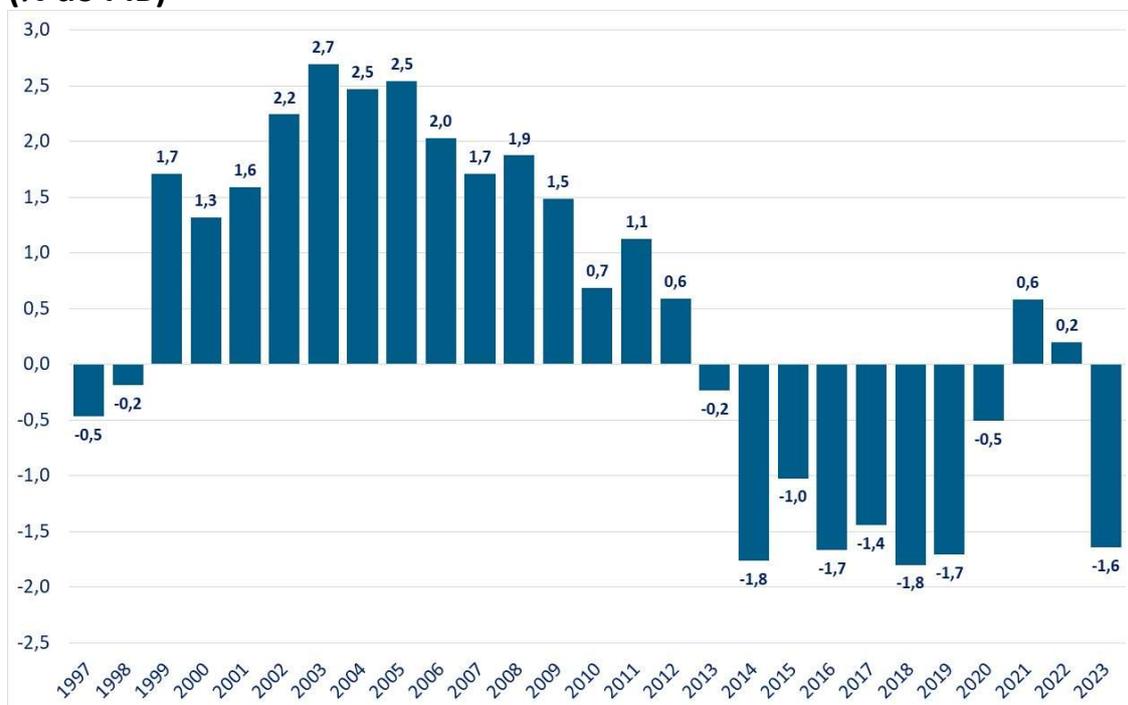
Entre 2015 e 2019, o déficit primário estrutural se manteve em torno de um nível relativamente constante de 1,5%. Por outro lado, de 2020 a 2021, observou-se uma clara recuperação.

---

<sup>18</sup> Não é objeto do atual estudo investigar a evolução do desenvolvimento social na última década. Vale mencionar que, segundo o dado de “pobreza nacional” do Ipeadata, que mede a proporção da população que vive com menos de US\$5,5, convertidos para R\$ por paridade de poder de compra, Bolsonaro entregou uma taxa de 31,6%, menor do que a de 33,3% de 2018. Houve, em 2021, com o fim do Auxílio Emergencial, um aumento expressivo de 31,0% em 2020 para 36,7% em 2021, revertido em 2022 com a volta do benefício de R\$600. Na série histórica que começa em 2012, o mínimo ocorreu em 2014, 30,8%, situação revertida com a crise econômica. Após o máximo de pobreza em 2016 e 2017 de 33,7%, ela inicia queda em 2018, quando a leitura foi de 33,3%. De 2012 até 2022, os números foram, respectivamente: 34,7, 32,4, 30,8, 31,6, 33,7, 33,7, 33,3, 32,5, 31,0, 36,7 e 31,6 (<http://ipeadata.gov.br/Default.aspx>).

É inegável que Bolsonaro deixou despesas ocultas para os anos seguintes, totalizando 0,9% do PIB, conforme demonstrado em nossa análise na seção 1 (veja a última coluna da tabela 1) e detalhada no Apêndice 1.

**FIGURA 1: Resultado Primário Estrutural do Governo Federal: 1997-2023 (% do PIB)**



Fonte: Instituição Fiscal Independente (IF).

Dessa forma, ao finalizar seu mandato, Bolsonaro entregou o governo com um superávit estrutural de 0,2% do PIB, mas com gastos encobertos de 0,9% do PIB, resultando em um saldo deficitário de 0,7% do PIB.

Em outras palavras, o desafio fiscal do governo Lula 3 para zerar o déficit primário em 2023 de forma estruturalmente consistente era de 0,7% do PIB, o que gerava para tal objetivo a necessidade de um aumento nas receitas e/ou uma redução nas despesas nessa ordem de grandeza.

Por outro lado, o governo Dilma 1 deixou um déficit primário estrutural de 1,8% do PIB, bem como um gasto oculto de 1,7% do PIB (vide a última coluna da tabela 1), resultando em um saldo deficitário ou um desafio fiscal total de 3,5% do PIB.

É importante destacar que, além de Bolsonaro ter deixado o cargo legando um desafio fiscal bem inferior ao deixado por Dilma 1, também houve uma melhoria da situação fiscal do governo federal em comparação ao legado de Dilma 2/Temer.

Ao final do Governo Temer, o déficit fiscal estrutural era de 1,8% do PIB, além de gastos ocultos que representavam -0,6% do PIB (houve muita redução de restos a pagar no período).<sup>19</sup>

O governo Temer deixou um desafio fiscal equivalente a 1,2% do PIB (1,8 – 0,6), em comparação a um desafio de 0,7% do PIB deixado por Bolsonaro. Em resumo, durante a gestão de Bolsonaro, houve uma melhora fiscal de 0,5% do PIB.

É importante ressaltar que o governo Dilma 2/Temer conseguiu uma significativa recuperação em relação à herança deixada por Dilma 1, reduzindo o desafio fiscal de 3,5% do PIB para 1,2% do PIB, uma melhoria de 2,3 pontos percentuais.

Duas críticas adicionais têm sido levantadas sobre a herança fiscal do governo Bolsonaro. A primeira se refere as muitas desonerações tributárias concedidas. A segunda de que o governo teria prometido gastos com a manutenção do benefício Bolsa Família que não estavam no orçamento de 2023.

Com relação ao segundo ponto, sabemos que as campanhas eleitorais no Brasil geram muitas promessas fiscalmente inconsistentes. Faz parte do jogo, infelizmente.

Mas vale lembrar que a expansão do Bolsa Família era consensual nas duas principais candidaturas em 2022.

Adicionalmente, o Tesouro Nacional pagou em 2022 esse valor mais elevado para o benefício do programa contra a pobreza (chamado de Auxílio Brasil durante o governo Bolsonaro) em um orçamento cujo gasto primário total foi de 18,1% do PIB.

Cabe ao governante criar espaço fiscal para executar seu programa de governo. Mais sobre este tema na próxima seção.

Com relação às desonerações, vale lembrar que a maior parte das de Bolsonaro terminava no dia 31 de dezembro de 2022. Lula 3 não quis incorrer no custo político de encerrar as desonerações automaticamente a partir de 1º de janeiro de 2023. Foi um cálculo político de Lula, e não de Bolsonaro. Quem ganha eleições tem os ônus e os bônus de ser governo.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Em 2015 os estoques de restos a pagar foram reduzidos em R\$42,3 bilhões e em 2016 em R\$37,5 bilhões.

<sup>20</sup> Vale lembrar que no âmbito da reeleição de Dilma I o ministro Guido Mantega negociou com o Congresso Nacional a perenização da desoneração da folha de salários, que também terminava em 31

## SEÇÃO 5: HOUVE PIORA FISCAL RECENTE?

Quanto pioraram as contas públicas desde dezembro de 2022? Essa piora justifica o atual pessimismo em relação à iminência de uma crise no médio prazo?

O próprio ministro Haddad destaca que os governos anteriores aprovaram uma série de despesas obrigatórias sem fonte de financiamento.

Em suas entrevistas, ele costuma mencionar três principais exemplos: i) a ampliação do Bolsa Família, que aumentou de 0,5% do PIB (antes da pandemia) para o vigente 1,5% do PIB; ii) o aumento das despesas com a complementação federal do FUNDEB, que devem passar de R\$ 15 bilhões (0,15% do PIB) em 2020 para cerca de R\$ 65 bilhões por ano (0,5% do PIB) em 2026; iii) a expansão das emendas obrigatórias, que subiram de 0,04% do PIB em 2015 para 0,32% do PIB em 2023.

O fato é que essas despesas já existiam durante o governo Bolsonaro. Ou seja, o gasto primário de 18,1% do PIB incluía estas despesas.

O motivo para tais despesas caberem no orçamento é que, na mesma época, o salário-mínimo era corrigido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), enquanto as despesas com saúde e educação eram, em grande parte, ajustadas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Dessa forma, o governo Bolsonaro fez uma escolha que acomodava a elevação de despesa mencionada pelo ministro Haddad. Pode ter sido uma escolha ruim. Talvez tenha sido ela que gerou a derrota eleitoral de Bolsonaro. Mas houve uma escolha.

Sem entrar em questões de juízo de valor, portanto, de maneira geral, o governo Lula 3 substituiu o crescimento real zero para essas linhas do orçamento público por reajustes reais, que agora são baseados na variação do PIB dos dois anos anteriores para o salário-mínimo e na variação da receita corrente para os gastos com saúde e educação.

O problema é que o presidente Lula não fez escolha nenhuma. Ele mudou os indexadores do salário-mínimo e dos mínimos constitucionais em saúde e educação e não construiu espaço fiscal para acomodar estes gastos.

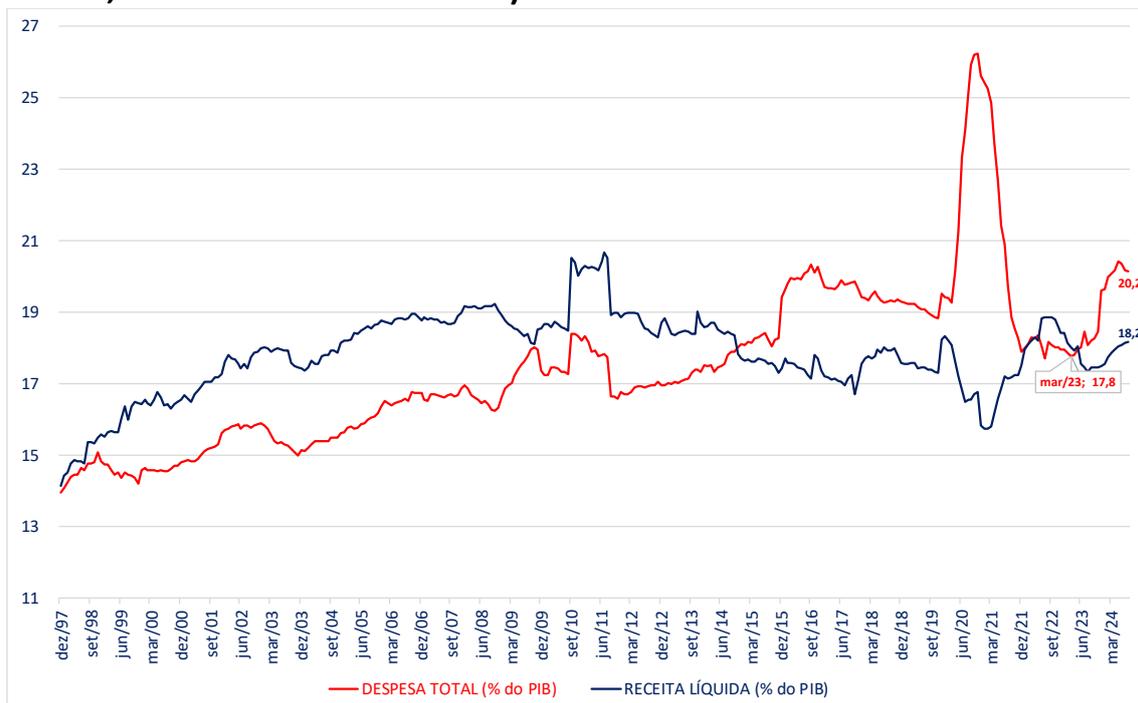
---

de dezembro de 2014. Ver a notícia no site do Partido dos Trabalhadores (<https://pt.org.br/dilma-torna-permanente-a-desoneracao-da-folha-de-pagamentos/>). A notícia foi anunciada em maio de 2014, tramitou no Congresso Nacional em outubro (<https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2014/10/08/comissao-analisa-mp-que-torna-definitiva-desoneracao-da-folha-de-pagamentos>), e foi sancionada em 13 novembro de 2014 (seção X do capítulo primeiro da lei 13.043), duas semanas após o segundo turno da eleição.

Com Bolsonaro houve uma escolha. Como afirmamos, pode ter sido uma escolha ruim de política pública. Mas temos uma escolha. Em quatro anos, se essa escolha tivesse permanecido, seria criado um espaço fiscal de aproximadamente 1 ponto percentual do PIB.

O que ocorreu no governo Lula é que, em função de um discurso de herança maldita, que existiu em volume menor que o deixado pelo governo anterior do próprio PT, optou-se por não fazer política e empurrar os desequilíbrios lógicos do arcabouço fiscal para o futuro.

**FIGURA 2: RECEITA LÍQUIDA E GASTO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL (% do PIB, acumulado em 12 meses)**



Não é objeto desta nota uma discussão pormenorizada da evolução recente das contas públicas. Todavia, é útil observar na figura 2 a evolução da receita líquida do governo central bem como seu gasto primário total. Na figura, ambos estão em % do PIB.

Houve claramente uma opção da gestão Lula por não fazer escolhas para acomodar as políticas públicas de seu governo.

Desde janeiro de 2023, observou-se piora fiscal motivada por dois fatores principais: 1) as propostas de expansão das despesas parafiscais; 2) um aumento efetivo na despesa primária, que subiu 1 ponto percentual do PIB,

passando de 18% para 19%, em relação ao patamar deixado pelo governo anterior.<sup>21</sup>

O gasto real (deflacionado pelo IPCA) aumentou perto de R\$345 bilhões desde dezembro de 2022.

Esse impacto pode ser amenizado por um aumento nas receitas. Contudo, existe certo ceticismo quanto a isso, dado que estamos no auge do ciclo econômico, fase em que, normalmente, a arrecadação tende a ser superior à média do ciclo.

Deve-se ressaltar que os partidos de esquerda e o PT em particular votaram majoritariamente a favor das proposições que aumentaram as emendas, o Fundeb e o Bolsa Família, hoje apontados como legado negativo do Governo Bolsonaro.

Por outro lado, a receita corrente líquida está acima da sua média histórica. Ela ficou acima de 18,6% do PIB somente nos anos de 2006 a 2008. Ou seja, a atual receita de 18,2% do PIB está longe de ser baixa, do ponto de vista da experiência histórica dos últimos 25 anos.

Os déficits primários ocorrem apesar do aumento da receita, em parte não recorrente, e do bom momento do ciclo econômico. Esses dados revelam que ocorreu uma piora fiscal no governo Lula 3.

Ocorreu, igualmente, um aumento do gasto parafiscal, que não passa pelo Orçamento, mas que agrava a dívida pública.

Aparentemente, o Governo se convenceu de que basta entregar a meta de resultado primário fixada na LDO, para ganhar um atestado de seriedade fiscal. Com isso, parece que internalizaram de forma equivocada que as operações parafiscais podem avançar, pois não afetam as contas primárias.

Como é sabido, obter superávit primário não é um fim em si mesmo. Trata-se de uma forma de obter recursos para controlar o crescimento da dívida pública. De pouco adianta atingir metas de resultado primário, se há operações parafiscais pressionando a dívida para cima.

Temos observado alguns padrões de ação parafiscal e é preciso contê-los, para evitar repetir o que ocorreu em meados da década passada. No primeiro, retiram-se despesas públicas do orçamento. Um exemplo está no novo modelo de Auxílio Gás, proposto no PL 3335/24, de iniciativa do Poder Executivo.

---

<sup>21</sup> O leitor atento pode notar que o gasto primário corrente é de 20% do PIB, maior, portanto, do que 19% do PIB. Avaliamos, seguindo as projeções do prisma fiscal, que haverá uma redução na velocidade de crescimento do gasto primário nos próximos anos.

No modelo proposto, parte das rendas de petróleo da União deixam de ser depositadas na Conta Única do Tesouro e não são computadas no orçamento. O dinheiro seria transferido à Caixa Econômica Federal, que pagaria um subsídio aos fornecedores de gás que vendessem botijões com descontos ao público-alvo do programa. Logo, a despesa correria por fora do orçamento.

Outro exemplo está no Programa Pé de Meia, que paga bolsa de estudos a estudantes do ensino médio. Em vez de a despesa ser feita via orçamento, o Governo criou um fundo privado, que recebe recursos de outros fundos controlados pelo governo, para custear o pagamento das bolsas. Tudo fora do orçamento. Mais uma vez, a administração fica por conta da Caixa.

Um terceiro exemplo é intensificar os desembolsos financeiros de alguns fundos públicos, como os de Ciência e Tecnologia (FNDCT) e do Turismo (Fungetur), em favor de agentes financeiros públicos (bancos regionais, BNDES, Finep) para a realização de empréstimos.

O dinheiro sai do orçamento como despesa financeira (não impacta o primário) e é utilizada pelos agentes financeiros para ampliar o crédito público, muitas vezes subsidiado. O uso alternativo desse dinheiro seria um desembolso menos agressivo desses fundos, redirecionando-se os valores não gastos para a quitação da dívida pública.

Vários outros fundos, que são irrigados por receitas vinculadas e só podem gastar em itens definidos pela legislação, acumulam saldos não desembolsados ao longo dos anos. Ao final de 2023 havia R\$ 105 bilhões nesses fundos, de acordo com dados do Tesouro Nacional.<sup>22</sup>

Nas últimas décadas, a praxe foi, de tempos em tempos, desvincular esses recursos dos gastos estipulados na legislação e autorizar o seu uso para quitação de dívida pública.

Agora, o que se está fazendo é desvincular esses recursos para transferir ao BNDES, elevando o *funding* do Banco para operações de crédito. Ou seja, não se quita dívida pública, e contrata-se o custo futuro do subsídio creditício e da inadimplência.

Desde a pandemia se intensificou o uso de fundos garantidores de operações de crédito, administrados pelo Banco do Brasil (FGO) e BNDES (FGI-PEAC).

---

<sup>22</sup> Fonte: [https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/superavit-financeiro-por-fonte-de-recursos/2022/114?ano\\_selecionado=2022](https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/superavit-financeiro-por-fonte-de-recursos/2022/114?ano_selecionado=2022).

Naquele momento, mostrou-se essencial garantir empréstimos para manter empresas vivas. Passada a pandemia, contudo, os recursos aportados pelo Tesouro nesses fundos não foram devolvidos, o que permitiria ao governo abater dívida.

Pelo contrário, houve novos aportes (sempre mediante crédito extraordinário, que está excetuado do teto de gastos e, em alguns casos, da meta de primário) e o sistema de garantia de empréstimos continua tão grande quanto na época da pandemia, a despeito de as condições calamitosas daquela época terem sido superadas.

Há aposta no uso de fundos e, portanto, de liberação de recursos orçamentários pela via financeira, até para funções, como saúde, segurança e educação. A Lei 14.947/24 criou o Fundo Nacional de Investimento de Interesse Social, que será administrado pelo BNDES, para financiar políticas que tipicamente deveriam estar no orçamento.

No âmbito da política industrial, também se criou o Fundo Nacional de Desenvolvimento Industrial e Tecnológico (FNDIT) no qual serão depositados percentuais dos benefícios tributários obtidos pelas empresas. Ou seja, a receita que deixa de entrar no Tesouro, por conta do benefício fiscal, é parcialmente carregada para o BNDES, que operará o fundo, oferecendo empréstimos.

Todos esses mecanismos, a despeito de não aparecerem nas estatísticas primárias, acabam deteriorando a trajetória da dívida pública.

### **Apêndice 1: GASTOS ENCOBERTOS**

Os governos podem deixar passivos para seus sucessores. Duas formas de acumular passivos que não aparecem na dívida pública fundada é a elevação dos estoques de restos a pagar e de precatórios não pagos. Esses são gastos encobertos ou varridos para debaixo do tapete.

A tabela 4 apresenta a evolução, entre 2011 e 2022, dos precatórios e a posição de final de ano entre 2010 e 2022 dos restos a pagar. Os valores estão em bilhões de R\$ correntes.

A coluna “Inscritos” indica os precatórios reconhecidos pelo Judiciário e inscritos pelo Executivo para ser pagos no exercício fiscal seguinte ao da elaboração da Lei Orçamentária Anual (LOA).

Os valores são transferidos ao Sistema Integrado de Planejamento e Orçamento (SIOP) pelo Conselho de Justiça Federal (CJF) até 20 de julho de cada ano. Consequentemente, são inscritos no Projeto de LOA (PLOA) que,

anualmente, é enviado para aprovação do Congresso Nacional em 31 de agosto.

Todos os valores estão em bilhões de R\$ correntes. Na mesma coluna “Inscritos”, adicionamos as Requisições de Pequeno Valor (RPV), que também estão no PLOA.<sup>23</sup>

Posteriormente, esses valores são contabilizados e pagos durante a execução da LOA, com atualização monetária e alguns ajustes que possam ocorrer. Logo, os valores contabilizados e pagos durante a execução da LOA são costumeiramente maiores que os que constam no SIOP e são inscritos no PLOA.<sup>24</sup>

**TABELA 4: da varrição para “debaixo do tapete” (R\$ bilhões correntes)**

	Precatórios			Restos a pagar
	Inscritos	Pagos	Diferença	Estoque final de ano
2010				128,9
2011	13,7	14,5	-0,7	141,2
2012	14,1	14,0	0,0	177,0
2013	15,3	15,5	-0,2	219,1
2014	19,0	18,3	0,7	228,0
2015	23,3	25,1	-1,8	185,7
2016	28,7	29,4	-0,7	148,2
2017	30,2	30,9	-0,6	155,3
2018	34,4	35,6	-1,2	189,6
2019	38,5	40,1	-1,6	181,2
2020	50,7	48,9	1,8	227,9
2021	52,1	53,1	-1,0	233,6
2022	86,7	58,7	28,0	255,1

Para 2022, em função da PEC dos precatórios de 2021, consideramos o valor inscrito no PLOA, e não os inscritos na LOA, visto que a aludida PEC impôs um limite superior à inscrição. A inscrição da LOA naquele ano foi R\$ 52 bilhões. A diferença de R\$34,7 bilhões (R\$ 86,7 bilhões - R\$ 52 bilhões) é o efeito da PEC dos precatórios.<sup>25</sup>

<sup>23</sup> Ver página 12 do “Relatório de avaliação: Precatórios e Requisições de pequeno valor (RPV), exercício de 2023” (Controladoria Geral da União), que pode ser baixado no link:

<https://eaud.cgu.gov.br/relatorios/download/1488609>.

<sup>24</sup> O “Relatório de avaliação: Precatórios e Requisições de pequeno valor (RPV), exercício de 2023” da Controladoria Geral da União (CGU), exposto em <https://eaud.cgu.gov.br/relatorios/download/1488609>, apresenta os dados para a inscrição de precatórios ao SIOP e na LOA para os anos de 2010 até 2021. Ver tabela na página 13.

<sup>25</sup> Para 2022, o valor de R\$86,7 bilhões para os precatórios inscritos foi extraído dos anexos (Volumes IV e V) do Projeto de Lei Orçamentária Anual de 2022 encaminhado ao Congresso Nacional. No caso dos

A segunda coluna da tabela 4 apresenta o total de precatórios pagos durante a execução orçamentária e a seguinte, a diferença entre os pagos a inscrição de precatórios naquele ano.<sup>26</sup> A coluna restos a pagar apresenta a posição no final de cada ano do estoque de restos a pagar.<sup>27</sup>

O total de precatórios (reconhecidos pelo judiciário e não pagos) de Dilma e Bolsonaro é calculado considerando a soma dos valores para o quadriênio. Os resultados estão na tabela 4. Ela sumariza as despesas escamoteadas em cada mandato.

Os valores na coluna “Precatórios” na tabela 5 apresentam a soma da coluna “Diferença” da tabela 4, referente tanto ao quadriênio de Dilma 1 quanto ao de Bolsonaro. Trata-se do total de precatórios concedidos judicialmente no exercício do mandato presidencial que foram pedalados para o mandato seguinte.

**TABELA 5: sumário dos “Gastos encobertos”**

	Precatórios	RAP	Total	% do PIB
Dilma	-0,2	99,1	98,9	1,7
Bolsonaro	27,2	65,5	92,7	0,9

É válido mencionar que, apesar de se enquadrar na nossa definição de “gastos encobertos”, num contexto de contabilidade criativa, possivelmente a pedalada de precatórios na gestão Bolsonaro não trouxe benefícios eleitorais para a reeleição.

De fato, essa pedalada trouxe repúdio tanto das entidades de classe envolvidas, como a Ordem dos Advogados do Brasil, quanto de quem deixou de receber os valores monetários concernentes à referida sentença judicial, em virtude da promulgação da “PEC dos Precatórios”.

---

precatórios, foram coletados valores da rubrica “Sentenças Judiciais Transitadas em Julgado (Precatórios)” e, no caso dos RPV, foram coletados os que constam na rubrica “Sentenças Judiciais Transitadas em Julgado de Pequeno Valor”, ambas componentes do programa 0901 - Operações Especiais: Cumprimento de Sentenças Judiciais. A extração dos dados foi feita para cada órgão do Governo, sendo somados em seguida.

<sup>26</sup> Para os precatórios e RPV pagos, o valor para 2022 foi extraído da planilha Série\_Histórica\_dez23.xlsx contido no sítio do Tesouro Nacional ([https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO\\_ANEXO:22121](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:22121)), aba 2.2, linhas 66, 68, 70, 80 e 89, rubrica Sentenças Judiciais e Precatórios. Vale ressaltar que existe divergência entre os valores obtidos no relatório da CGU e os dispostos na planilha do Tesouro Nacional, pois a última contabiliza todas as espécies de sentenças pagas no exercício financeiro. Contudo a diferença média histórica entre esses valores (nominais) é da ordem de 3,5%. Em particular, para 2022, o relatório da CGU contabilizava valores até maio de 2022.

<sup>27</sup> A fim de maiores detalhes sobre estes números, ver os relatórios do Tesouro Nacional em <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=60021:1:::NO:::>

Ressalta que o valor de precatórios que Bolsonaro deixou para seu sucessor é bem menor do que se imagina. Trata-se de valor inferior a R\$30 bilhões.

No caso dos restos a pagar (coluna RAP), considera-se a diferença entre a posição herdada pelo governo anterior e a que foi legada para o governo seguinte.

Na coluna “Total”, somamos as duas primeiras. Na tabela 5, todos os valores nas três primeiras colunas estão em bilhões de R\$ correntes. Logo, na última coluna, temos o atraso de precatórios e de restos a pagar como proporção do PIB, respectivamente de 2014 e 2022.

Os valores da última coluna da tabela 5 foram os valores reportados no corpo principal deste texto na tabela 1, denominados “gastos encobertos”.

## **Apêndice 2: UMA RESENHA DA LITERATURA DE CICLO POLÍTICO ELEITORAL E POLÍTICA ECONÔMICA**

A literatura dos anos 1990 buscava os determinantes de desvalorizações do câmbio ou de mudança de regime cambial, de câmbio fixo para câmbio flutuante. Essa literatura se desenvolveu tendo como foco principal os países da América Latina.<sup>28</sup>

Gavin e Perotti (1997) identificaram que, nos meses seguintes a transições políticas, há aumento de probabilidade de saída do regime de câmbio fixo. Esse efeito é mais destacado nos casos em que houve apreciação da moeda nos meses anteriores à eleição. O efeito estimado por eles não foi muito forte.<sup>29</sup> Não obstante, o caso brasileiro de 1999 é um exemplo claro.

Klein e Marion (1997) investigaram episódios de desvalorização cambial – com ou sem alteração do regime cambial. Eles mostram o aumento da probabilidade de desvalorização do câmbio na sequência aos períodos eleitorais.

Frieden, Chezzi e Stein (2001) consideraram explicitamente as eleições. Empilharam dados para 242 eleições em países da América Latina. A data zero corresponde ao mês das eleições. Para cada mês, representaram em um gráfico a taxa média de desvalorização nominal do câmbio.<sup>30</sup>

Nos meses imediatamente subsequentes às eleições, a taxa de desvalorização nominal do câmbio se eleva. No gráfico em que consideram

---

<sup>28</sup> No capítulo 16 do livro texto de Economia Política de Persson e Tabelini de 2000 há uma discussão da literatura de Ciclos Eleitorais (páginas 430 e 431). A literatura trata dos países da OCDE e não trata de ciclos cambiais. Estes parecem ser um fenômeno com forte prevalência na América Latina.

<sup>29</sup> Ver páginas 54 e 55.

<sup>30</sup> Página 54.

comportamento do câmbio real, há leve valorização nos meses antes das eleições e, em seguida às eleições, aceleração da desvalorização real do câmbio.

Stein e Streb (2004) trabalham com a mesma evidência empírica de Frieden, Chezzi e Stein (2001). Eles constroem um modelo de economia política que gera um ciclo político no câmbio nominal.

O modelo considera um regime de câmbio administrado em que o incumbente pode valorizar o câmbio antes da eleição. Dependendo da qualidade da gestão pública, após a vitória terá de desvalorizar o câmbio, para aumentar a arrecadação necessária ao financiamento do setor público e reduzir a dívida pública.

Um gestor mais eficiente, contudo, consegue manter a paridade ao garantir a mesma entrega de serviços públicos sem a necessidade de elevação da receita.

Os autores testam estatisticamente o modelo e verificam que, entre o segundo e o quarto mês em seguida à eleição, a taxa de desvalorização do câmbio dobra.<sup>31</sup>

Bonomo e Terra (2005) e Stein, Streb e Ghezzi (2005) consideram ciclos do câmbio real. Numa estrutura com um bem doméstico e um bem transacionável pode haver ciclo político por meio de aumento do gasto público antes das eleições (Bonomo e Terra), ou por meio de redução da taxa de desvalorização do câmbio nominal nos meses anteriores às eleições (Stein, Streb e Ghezzi).

O custo social do ajuste após a eleição, por meio da desvalorização da taxa de câmbio, dependerá da qualidade do governante e dos detalhes do jogo de sinalização entre o eleitorado e os políticos.

Na quinta seção de seu trabalho, Stein, Streb e Ghezzi (2005), consideram eleições em 15 países da América Latina e Jamaica entre janeiro de 1960 e dezembro de 1994. O estudo concluiu:

Consideramos o comportamento das taxas de câmbio reais multilaterais através de uma janela de 19 meses centrada nas eleições. Para cada episódio, o mês 0 corresponde ao mês da eleição, o mês -1 ao mês anterior à eleição e assim por diante. Calculamos então a média, para cada um dos 19 meses da janela (-9 a 9), do nível da taxa de câmbio real em todos os episódios. Para efeitos dos números que se seguem, normalizamos as médias mês a mês para que sejam 100 no momento 0 (data da eleição). A

---

<sup>31</sup> Páginas 135 e 136.

Figura 2 mostra o padrão da taxa de câmbio real em torno das eleições presidenciais. Um aumento representa uma depreciação.

Há uma valorização acumulada de 3% nos meses anteriores a uma eleição, seguida de uma depreciação muito mais acentuada após a realização das eleições. Tal como acontece com as depreciações nominais, a depreciação real, que totaliza 6%, ocorre nos meses 2 a 4. A partir do mês 5, a taxa de câmbio real retorna ao padrão de apreciação gradual. Como gerado pelo modelo, observamos uma taxa de câmbio real apreciada antes das eleições, seguida de uma taxa depreciada posteriormente. Isto é exatamente o que o modelo prevê sob informações assimétricas.<sup>32</sup>

Cermeño, Grier e Grier (2010) confirmam os estudos anteriores de que há evidência estatística de frequentes desvalorizações do câmbio real após as eleições na América Latina e, adicionalmente, aumentando a incerteza sobre a trajetória do câmbio.

Na parte final do trabalho, os autores testam estatisticamente se reformas que aumentem a independência do Banco Central alteram o ciclo político no câmbio.

O resultado é que a independência do Banco Central ajuda a reduzir o ciclo político no câmbio real. A diferença de comportamento do Banco Central do Brasil entre as eleições de 2014 e 2022, evidenciada no corpo principal desta nota, acompanha a evidência documentada no estudo.

## REFERÊNCIAS

- Agénor, Pierre-Richard, Koray Alper e Luiz A. Pereira da Silva 2014.** “Sudden floods, macroprudential regulation and stability in an open economy”, *Journal of International Money and Finance*, 48(Part A): 68-100.
- Bonomo, Marco e Cristina Terra, 2005.** “Elections and exchange rate policy cycles,” *Economics and Politics*, 17(2): 151–176.
- Cermeño, Rodolfo, Robin Grier e Kevin Grier 2010.** “Elections, Exchange Rates, and Reform in Latin America,” *Journal of Development Economics*, 92 (2): 166–174.
- Frieden, Jeffrey, Piero Ghezzi e Ernesto Stein, 2001.** “Politics and exchange rates: a cross country study,” em *The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America* (IDB, Washington, DC), editado por J. Frieden and E. Stein, segundo capítulo: 21-63.

---

<sup>32</sup> Página 316.

**Gavin, Michael e Robert Perotti 1997.** “Fiscal Policy in Latin America,” capítulo no *NBER Macroeconomics Annual*, volume 12 (editado por Ben Bernanke e Julio Rotemberg): 11-72.

**Klein, Michael e Nancy Marion, 1997.** “Explaining the duration of exchange rate pegs,” *Journal of Development Economics*, 54(2): 387–404.

**Stein, Ernesto H. e Jorge M. Streb, 2004.** “Elections and the timing of devaluations,” *Journal of International Economics* 63: 119–145.

**Stein, Ernesto, Jorge M. Streb e Piero Ghezzi 2005.** “Real Exchange Rate Cycles around Elections,” *Economics and Politics* 17 (3): 297–330.

**Persson, Torsten e Guido Tabellini 2000.** *Political Economy, Explaining Economic Policy*, The MIT Press.

**Volpon, Tony 2019.** *Pragmatismo sob Coação: Petismo e Economia em um Mundo de Crises*, Alta Books.