

A Nova Matriz Econômica e a recessão econômica do governo Dilma Rousseff:

Erros e consequências sobre o nível de atividade econômica

Por: João Bosco Mousinho Reis

Introdução:

O governo da presidente Dilma Rousseff foi marcado, em seu primeiro mandato, por uma política econômica incapaz de manter a média de crescimento de 4,0%, obtido durante os oito anos de mandato do seu antecessor, o presidente Luís Inácio Lula da Silva. De fato, o Brasil entrou em recessão técnica com recuo da economia de -0,2% no primeiro trimestre e de -0,6% no segundo trimestre de 2014, quadro que foi revertido no terceiro trimestre do referido ano, com o avanço pífio do PIB em 0,1% (IBGE, 2014) e PIB para o ano de 2015 com recuo de -3,05%, segundo o relatório BACEN/FOCUS de 30 de agosto de 2015.

As possíveis causas de tal retrocesso da atividade econômica apresentam diferentes motivos, dependendo da ótica de quem analisa. Pela ótica do Governo, a recessão seria causada pela “desaceleração econômica mundial, falta de chuva e pelo grande número de feriados”, como apontado pelo então ministro da fazenda, Guido Mantega, ao explicar as razões do recuo do PIB em -0,6% no segundo trimestre de 2014. Já pela ótica dos analistas independentes, o problema pode ser explicado pelo enfraquecimento da demanda doméstica e da oferta (Schymura, 2015: 7).

Independente da ótica de análise, os estudos já realizados, no intuito de diagnosticar as causas do enfraquecimento da atividade econômica durante o primeiro e início do segundo mandato da presidenta Dilma, ainda são incipientes e pouco se sabe sobre quais variáveis podem ter causado a estagnação econômica observada até aqui. Assim o presente artigo tem por objetivo identificar os possíveis erros de concepção da política econômica implementada pelo governo Dilma Rousseff conhecida por a Nova Matriz Econômica bem como explicar como tais erro degradaram o Pilar Macroeconômico do Plano Real levando ao recessão econômica no primeiro e início do segundo mandato da presidenta Dilma. Para tanto o presente artigo será desenvolvido na seguinte sequência:



**Instituto de Relaciones Internacionales**

Universidad Nacional de La Plata Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

- i) O Brasil durante o governo Lula: analisaremos, em um contexto histórico, como a manutenção e aprimoramento do pilar macroeconômico do Plano Real aliado a um cenário externo favorável contribuiu para que a política econômica do governo Lula lograsse o crescimento econômico durante os oito anos de seus dois mandatos e como esse crescimento melhorou as condições gerais de vida dos brasileiros;
- ii) O Governo Dilma Rousseff de janeiro de 2011 a outubro de 2015: discorreremos neste capítulo o início e os percalços enfrentados pelo governo Dilma, passando pela queda da atividade econômica, deterioração da popularidade e a consequente perda de poder político da Presidenta;
- iii) Em seguida mostraremos quais eram os principais objetivos da Nova Matriz Econômica e como os erros na concepção contribuíram para a degradação do Pilar Macroeconômico do Plano Real e os reflexos sobre a inflação e sobre o nível de atividade econômica.

## O Brasil durante o governo Lula 2003-2010

“O Brasil não é para amadores”

Tom Jobim

A estabilização da economia brasileira foi conquistada com a implementação do Plano Real no governo do presidente Itamar Franco (1992-1995), pelo então ministro da fazenda e futuro presidente da república, Fernando Henrique Cardoso (1995-2003). A implementação bem sucedida, embora penosa, do Plano Real permitiu que o governo Lula (2003-2010) assumisse uma economia cambaleante, mas com possibilidades de maiores avanços desde que os alicerces do Plano Real fossem mantidos, a saber: Regime de Metas de Inflação, Câmbio flutuante e superávit primário (Lei de Responsabilidade Fiscal).

Lula assumiu o governo e manteve as mesmas diretrizes do governo anterior, com o comprometimento de manter a austeridade fiscal e a estabilidade de preços, em detrimento do histórico ideológico do PT (Partido dos Trabalhadores), abertamente favorável a uma política expansionista, com forte viés populista (Giambiagi, 2011 a: 206). De fato, segundo Giambiagi, são



**Instituto de Relaciones Internacionales**

**Universidad Nacional de La Plata** Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

seis os marcos que mostram o comprometimento do PT em mudar sua antiga posição e que ajudaram a reduzir as tensões econômicas no início do primeiro mandato do presidente Lula:

1. Nomeação de Henrique Meireles para a presidência do Banco Central, ex-presidente mundial do Bank Boston e manutenção da diretoria anterior;
2. Anúncio de metas de inflação para 2003 e 2004, de 8,5% e 5,5%, respectivamente, o que constitui um reforço à política anti-inflacionária;
3. Elevação da taxa básica de juros (SELIC);
4. Elevação da meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB, em 2003;
5. Corte dos gastos públicos para viabilizar os objetivos fiscais em detrimento da antiga promessa de incremento dos gastos;
6. Inclusão, na Lei de Diretrizes Orçamentárias, do objetivo de manter a mesma meta fiscal para o período de 2004-2006 em 4,25% do PIB de superávit primário.

O mercado reagiu de maneira positiva à mudança de postura do novo governo, o que permitiu que o capital estrangeiro fluísse em grande quantidade para o Brasil. Este acontecimento, somado ao aumento das exportações de *commodities* brasileiras (em especial o minério de ferro), contribuiu para o aumento expressivo das reservas cambiais, o que deu ao Brasil a inédita posição de credor líquido do exterior (Giambiagi, 2011 b: 229). O Real se valorizou na mesma razão do aumento das reservas cambiais, aliviando uma parte da pressão inflacionária no período.

Outros fatos relevantes foram os reajustes, em termos reais, do Salário Mínimo durante todo o período do governo Lula e a expansão das transferências governamentais através do programa Bolsa Família. Essas duas variáveis, em conjunto, geraram uma demanda em crescimento constante, o que contribuiu com um PIB médio de 4,0% durante os dois mandatos.

Mesmo com os impactos da Grande Recessão em 2008, o governo Lula manteve os níveis de crescimento econômico, mesmo com a contração do PIB em 2009. Para tanto, o governo implementou uma política fiscal expansionista, com redução de impostos para produtos de setores estratégicos, como automóveis, materiais de construção e eletrodomésticos da linha branca, ao mesmo tempo em que a taxa básica de juros (SELIC) foi reduzida pelo BANCEN, com o intuito de se elevar o consumo. Outra medida adotada foi o aumento dos gastos públicos por meio dos programas Minha Casa Minha Vida, Minha Casa Melhor e do Plano de Aceleração do Crescimento -PAC, além da ampliação de crédito à pessoa física, por meio de bancos controlados pelo governo,



como Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil. Tais medidas compõem o conjunto de ferramentas anticíclicas preconizadas pela teoria Keynesiana, que devem ser usadas para se evitar que eventuais quedas nas atividades econômicas se agravem a longo prazo.

O uso de tais ferramentas anticíclicas obteve os efeitos desejados (Accioli, 2013: 20), mantendo o consumo das famílias em crescimento mesmo com a retração do consumo mundial pós 2008. Com a manutenção das políticas monetária e fiscal expansionista, o governo Lula manteve a demanda em crescimento e fechou o ano de 2010 com o PIB em 7,6%, mas com a inflação ultrapassando o teto da meta de 6,5%. Ao final do seu mandato, a popularidade do presidente Lula atingiu o patamar de 80% de aprovação, o que lhe deu capital político para indicar o seu sucessor, a atual presidente Dilma Rousseff, que se elegeu com 56% dos votos válidos em 2010.

Há de se observar que a pujança econômica brasileira mudou a estrutura social do Brasil. Uma parcela significativa da população mais pobre melhorou suas condições gerais de vida, permitindo o alcance de novos patamares de consumo, algo nunca antes (sem trocadilhos) experimentado devido aos altos níveis de inflação e de desemprego existentes nas décadas anteriores. Como exposto, o crescimento econômico brasileiro durante o governo Lula foi fruto da condução de uma política monetária expansionista, combinada com um cenário externo favorável, que garantiu, entre os anos de 2003 e 2010, a geração de mais de 18 milhões de empregos formais. Com isso, o nível de desemprego caiu de 12,3% para 5,5% no mesmo período (Fagnani, 2014: 4).

O efeito imediato e mais relevante de tal combinação de fatores corresponde aos impactos sobre a população mais pobre, que teve uma melhoria latente em suas condições gerais de vida. Giambiagi (Giambiagi 2011, c: 229 230) destaca quatro indicadores que evidenciam a melhora dos indicadores sociais conquistados no governo Lula:

1. A distância entre os mais ricos e os mais pobres reduziu-se fortemente ao longo da década. A renda *per capita* brasileira aumentou 1,5% ao ano.
2. O Índice de Gini caiu de 0,57 em 2001 para 0,52 em 2009. Tal melhoria se deve ao aumento do salário mínimo; aumento do emprego, em particular do emprego formal com carteira assinada; incremento da escolaridade; e queda do trabalho infantil.
3. Ingresso de milhares de brasileiros na nova “Classe C”, maior grupo social do Brasil, representando mais de 50% da população em 2011. Tal ascensão é função direta do



aumento da renda e das políticas públicas de democratização do crédito, como o “Credito Consignado”.

4. Melhoria do Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), que reúne os indicadores de renda, educação e saúde. O IDH passou de 0,65 em 2000 para 0,69 em 2010.

Assim temos que a decisão por parte do governo Lula em manter e aperfeiçoar o pilar macroeconômico do Plano Real foi fator preponderante para que o novo governo tivesse o cenário interno favorável para implementar uma política econômica voltado para o consumo interno elevando o nível de atividade econômica gerando aumento da oferta e, por consequente, do emprego da renda e do principais indicadores de bem estar social. A seguir iremos discorrer sobre o governo Dilma Rousseff, quando do comportamento da economia desde o início relativamente tranquilo, em 2011, até o final de 2015, quando do aprofundamento da queda da atividade econômica.

## Governo Dilma Rousseff: de 2011 a outubro de 2015

A economista Dilma Rousseff assumiu a presidência do Brasil em 1º de janeiro de 2011. Em seu discurso de posse no congresso nacional, ela afirmou que a missão de seu Governo seria a ampliação e o avanço nas conquistas sociais, obtidas durante os oito anos de governo do antecessor e mentor político, o Presidente Lula. A presidente enalteceu o fato de que o Brasil vivia, nessa época, um dos melhores momentos econômicos de sua história recente, uma vez que: “milhões de empregos estão sendo criados; nossa taxa de crescimento mais que dobrou e encerramos um longo período de dependência do Fundo Monetário Internacional, ao mesmo tempo em que superamos a nossa dívida externa”.

Dilma Rousseff afirmou que, para atingir os objetivos de seu governo, era necessário “garantir a estabilidade, especialmente a estabilidade de preços, e seguir eliminando as travas que ainda inibem o dinamismo da nossa economia, facilitando a produção”; e, em outro momento, anunciou que uma das suas metas seria a de “valorizar nosso parque industrial e ampliar sua força



exportadora”. Tais missões sociais e metas econômicas objetivavam, obviamente, a garantia do crescimento econômico, capaz de continuar promovendo “a superação da miséria” do povo brasileiro. A presidente eleita completou o discurso de posse afirmando que estava imbuída de coragem suficiente para os desafios de seu governo e citou o poeta Guimarães Rosa para reiterar o seu preparo no enfrentamento das adversidades que estariam por vir: “A vida é assim: esquenta e esfria, aperta e daí afrouxa, sossega e depois desinquieta. O que ela quer da gente é coragem”. Ela encerrou o discurso pedindo paz para o mundo.

O primeiro momento do governo Dilma foi de relativa paz, graças aos indicadores econômicos favoráveis no alvorecer do seu governo: o PIB de 2010 fechou em 7,5%; a inflação medida pelo IPAC estava alta, mas ainda dentro da tolerância do regime de metas, fechando 2010 em 5,9%; o superávit primário era de 2,7% para uma meta de 3,1%; o dólar em R\$ 1,66 e, ante aos indicadores favoráveis, a nota de risco do Brasil estava em BBB-, segundo a Standard & Poor`s, o que sinalizava ao mercado internacional que investir no Brasil era uma opção segura.

Todavia, a paz duraria pouco, sendo interrompida pelo início de um ciclo de “aperto” econômico, que resultaria em uma “desinquieta” deterioração da popularidade da presidente Dilma, sem nenhum sinal capaz de indicar que tal ciclo apertado fosse “afrouxar” e a popularidade da presidente viesse a “sossega(r)” em um período próximo, como veremos a seguir.

## Impopularidade e a Nova Matriz Econômica do Governo Dilma Rousseff

“Na prática, a teoria é outra”

Joelmir Beting

A atividade econômica desacelerou durante todo o primeiro mandato da nova presidente, caindo de 7,5% em 2010 para 2,7% em 2011. A trajetória de queda se manteve até o fim do primeiro mandato, fechando o ano de 2014 em 0,1%. As projeções do BACEN/FOCUS (30/10/2015) apontam para uma contração do PIB de -3,05% e -1,51% referente aos anos de 2015 e 2016, respectivamente.

A popularidade da presidenta Dilma declinou frente ao enfraquecimento do PIB. Inicialmente, em março de 2011, a presidente contava com aprovação de 47% da população que



**Instituto de Relaciones Internacionales**

**Universidad Nacional de La Plata** Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

avaliava seu governo como ótimo/bom, ao passo que, neste período, a reprovação, ruim/péssimo, era de 7% da população brasileira, pois o PIB, a preços de mercado, estava em 5,20% no mesmo período.

O pico de popularidade da presidente foi alcançado em março de 2013, com 65% de ótimo/bom contra os mesmos 7% de reprovação, ruim/péssimo, registrado no início do governo. Nessa ocasião, o PIB era de 2,57% para o mesmo período.

A partir de junho de 2013, a popularidade da presidente Dilma flexionou para uma trajetória de descendência, acompanhando a deterioração do PIB. A reprovação de seu governo seguiu sentido inverso, chegando a 60% em abril de 2015 contra um percentual de 13% de aprovação. O PIB, a preços de mercado, teve retração de -1,23% no mesmo período.

A época de “aperto” econômico e “desinquieta” impopularidade havia chegado para o governo Dilma e, mesmo a sua acirrada reeleição (51,64% contra 48,36%) sobre o candidato Aécio Neves (PSDB), em 26 de outubro de 2014, não serviu para “esquentar” a sua “fria” impopularidade com o povo brasileiro, que intensificou as manifestações nas ruas das principais cidades do país.

Em um primeiro momento, as manifestações eram norteadas pela insatisfação do povo com o desempenho da economia, mas, em um segundo momento, assumiu uma ação pró-impeachment<sup>1</sup> da presidente, uma vez que os altos membros do PT foram denunciados durante a condução da investigação da Polícia Federal, batizada de Operação Lava Jato.

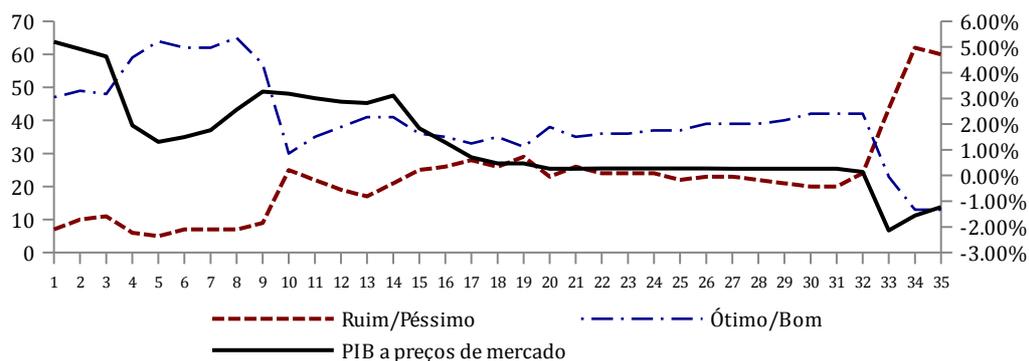
A operação investiga as irregularidades nos processos de licitação da Petrobras com algumas das maiores empreiteiras do Brasil.

No gráfico 6 é apresentada a evolução do PIB em relação aos índices de aprovação e reprovação do governo Dilma.

Gráfico 6: Avaliação da Presidente Dilma Rousseff x PIB de 2011 a março de 2015  
Resposta estimulada e única, em %

1 Em 22 de outubro de 2015, a Câmara dos Deputados havia recebido 16 pedidos formais de impeachment da presidente Dilma.





Fonte: DATAFOLHA, FGV/IBRE, IBGE e BACEN/FOCUS para 2015. Elaboração: Própria

Embora os motivos para o enfraquecimento do PIB ainda não sejam completamente conhecidos, há, contudo, um motivo principal, do qual muitos economistas compartilham, como afirma Romero (Valor Econômico, 03/06/2015, a: 112): “é difícil encontrar no debate brasileiro alguém que não veja na “nova matriz” os experimentos conduzidos no primeiro mandato da presidente Dilma Rousseff, as razões que provocaram a forte redução no ritmo de expansão da economia do país nos últimos anos.”

De fato, a Nova Matriz Econômica é o marco inicial para entendermos o que ocorreu com a economia brasileira nos últimos anos, sobretudo por conta de um motivo simples: o tripé macroeconômico que possibilitou a estabilização de preços e todo o ciclo virtuoso em curso desde então, foram, segundo os críticos da Nova Matriz, negligenciados no governo Dilma.

O objetivo da nova matriz econômica era, segundo o governo, corrigir algumas inconsistências do pilar macroeconômico brasileiro, como taxas de juros reais excessivamente altas e um câmbio muito valorizado (Pessôa, 2013: 10). Neste sentido, a taxa SELIC foi reduzida e o governo passou a intervir no mercado de câmbio com vistas a corrigir as possíveis “distorções do câmbio flutuante”. Contudo, o que ocorreu de fato foi o aumento da inflação, degradação do superávit primário e depreciação cambial sem precedentes na história recente da economia brasileira<sup>2</sup>. Outra vertente que a nova matriz preconizava era uma maior intervenção do Estado na economia, com forte viés protecionista.

Para muitos, esta nova política contribuiu para aprofundar a crise econômica, uma vez que beneficiou setores específicos em detrimento de outros que tiveram os preços de seus

<sup>2</sup> No primeiro trimestre de 2015, a alta do dólar foi maior que em 1999, quando o BACEN mudou o regime de câmbio fixo para flutuante.



serviços/produtos controlados pelo Governo, sendo severamente prejudicados, como a exemplo do setor elétrico (Eletrobrás) e dos produtores de etanol (Holanda, 2015: 26).

Para que possamos melhor compreender a importância dos alicerces que sustentaram o crescimento econômico nos dois mandatos do presidente Lula, vamos inicialmente tecer uma breve explicação sobre a função que cada pilar macroeconômico tem sobre o controle da inflação. Posteriormente, analisaremos como estes pilares se degradaram no governo Dilma, seguindo para o diagnóstico que apontam os erros na concepção e implementação da nova “Matriz Econômica”, como causa primeira do retrocesso econômico no governo Dilma Rousseff.

O tripé macroeconômico foi um dos mais importantes legados do Plano Real e se consistiu de um conjunto de instrumentos macroeconômicos, que possibilitaram o controle da inflação por meio do Regime de Metas de Inflação, Câmbio Flutuante e Lei de Responsabilidade Fiscal.

Assim, na próxima seção apresentaremos os efeitos da Nova Matriz Econômica sobre o tripé macroeconômico; iniciaremos a nossa análise do Regime de Metas de Inflação, seguido do Regime de Câmbio Flutuante, e concluiremos a nossa análise com a Lei de Responsabilidade Fiscal (superávit primário).

## O Regime de metas para a inflação

O regime de metas inflacionárias foi oficialmente adotado no Brasil em 21 de julho de 1999, com a edição do decreto nº 3.088 pelo presidente Fernando Henrique Cardoso, servindo a um duplo propósito: controlar a inflação após o fim do regime de câmbio fixo e dar mais transparência ao mercado financeiro quanto aos rumos da política monetária do governo FHC.

O sistema de meta de inflação opera da seguinte forma: inicialmente, o Conselho Monetário Nacional – CMN define a meta de inflação a ser atingida no ano (IPCA); assim, o Banco Central do Brasil – BACEN, através do seu Comitê de Política Monetária – COPOM, divulga publicamente a meta a ser alcançada, iniciando, através da mesa de operações do mercado aberto, as modificações na taxa básica para que a inflação medida pelo IPCA convirja para o centro da meta, previamente estabelecida.

De forma bastante simplificada, quando o governo aumenta a taxa de juros dos títulos que vende e recompra no mercado aberto (SELIC), ele modifica as condições gerais de financiamento do mercado financeiro, encarecendo os custos de concessão de crédito tanto para o consumidor



final, quanto para as empresas. As empresas investem menos quando do aumento da SELIC por dois motivos: primeiro, porque o custo de contratação de empréstimo bancário para os investimentos serão maiores, o que exige maior retorno sobre os projetos de investimentos; e, em segundo lugar, as taxas de captação do mercado se tornam mais atrativas para os empresários do que fazer novos investimentos. Este processo faz com que a demanda agregada caia, aliviando a pressão sobre os preços e fazendo com que a inflação ceda até à meta estabelecida. O contrário é verdadeiro: redução na taxa SELIC estimula o consumo e os investimentos (investimento = consumo das empresas), o que eleva a demanda agregada. Um efeito colateral da elevação da SELIC é o aumento da dívida pública, pois o governo tem que remunerar os compradores dos títulos a taxas maiores.

No Brasil, o sistema de meta de inflação adota uma meta central a ser atingida (conversão entre a meta e a inflação efetiva) e aceita um intervalo de tolerância para mais e para menos, o qual é chamado de banda. Este mecanismo possibilita uma margem de segurança para o Governo por dois motivos: primeiro, o Governo não tem controle total sobre os preços; e, segundo, há uma defasagem natural entre a tomada de decisão do COPOM, sobre a qual deve ser o nível da taxa de juros, e o tempo de resposta dos preços a essa decisão (BACEN, 2012).

Seguindo as diretrizes da nova matriz econômica, o COPOM iniciou uma política de redução da taxa básica de juros desde agosto de 2011 até janeiro de 2013, reduzindo a SELIC de 10,90% para 7,14%, respectivamente. Em contrapartida, a inflação que estava 5,9% em 2010 se igualou ao teto da meta em 2011, e permaneceu acima da meta, mas dentro do intervalo de tolerância entre os anos de 2012 a 2014. Ainda em 2013, ante a forte pressão do mercado e da população que começou a cobrar do governo a retomada do controle sobre a inflação, o COPOM iniciou uma série de aumentos ininterruptos da SELIC na tentativa de trazer a inflação para o centro da meta, intento este que não logrou sucesso até o final do primeiro mandato da presidente Dilma.

Para 2015 e 2016, as expectativas do mercado apontam para um IPAC de 9,91% e 6,29%, respectivamente (BACEN-FOCUS 30/10/15), contra uma meta de 6,5% (Resolução nº 4.237 de junho de 2013-BACEN) para uma taxa SELIC de 14,25% (BACEN-FOCUS 30/10/15), o que mostra que a convergência da inflação efetiva para o centro da meta não será possível no médio prazo, apesar dos esforços da nova equipe econômica liderada por Joaquim Levi, que assumiu o Ministério da Fazenda em 1º de janeiro de 2015, no lugar de Guido Mantega.



No gráfico 7 temos a evolução do IPCA, da taxa SELIC e o limite superior do regime de metas para a inflação entre 2008 a 2015.

Gráfico 7: Índice de preço ao consumidor amplo x Limite superior da meta x SELIC 2008-2015 (expectativa)

Fonte: FGV/IBRE, IBGE e BACEN/FOCUS para 2015. Elaboração: Própria

Segundo os idealizadores da Matriz Econômica, a redução da SELIC tinha como objetivo reduzir os impactos da manutenção de taxa de juros básica excessivamente elevada, o que acarreta em um custo alto de financiamento e que as empresas necessitam para os seus investimentos; crédito caro para o consumidor final; menor investimento das empresas; maior gasto do governo com pagamento de juros; e, conseqüentemente, menor crescimento econômico. Contudo, em um primeiro momento, a inflação respondeu como preconiza a teoria monetária: caiu a SELIC, aumenta a inflação. O problema é que no segundo momento, mesmo diante da elevação contínua da SELIC, a inflação não cedeu, contrariando os princípios básicos da mesma teoria, o que sugere que as altas taxas de juros não eram, necessariamente, anômalas, mas, sim, necessárias à manutenção da estabilidade de preços.

Os críticos da nova matriz econômica alegam que as taxas de juros foram “reduzidas na marra” (Valor Econômico, 03/06/2015, b: 112): e que o governo passou a ser mais “tolerante com a



**Instituto de Relaciones Internacionales**

**Universidad Nacional de La Plata** Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

inflação” (Iôa, 2014: 14), com o agravante de que governo Dilma lançou mão de sua política intervencionista, prevista na Nova Matriz, e passou a controlar os “preços para tentar conter a inflação, o que foi visível nos combustíveis, na desoneração tributária e nas tarifas elétricas”, tais medidas não surtiu efeito e acabou por prejudicar os setores “automobilístico, petrolífero, elétrico e sucroalcooleiro” (Pessoa, 2015: 12).

Não obstante aos efeitos da nova política econômica sobre a inflação, observada nos anos recentes, os defensores da nova matriz afirmam que a medida de redução de juros foi acertada e que a inflação persistiu porque o aumento do emprego e da renda, registrado nos anos anteriores, antes de 2011, criou pressão inflacionária sobre os preços dos serviços. Contudo, o IPAC se mantinha sobre controle, porque o aumento nos preços no setor de serviços era compensado pela queda dos “outros preços”. Desta maneira, a inflação recente era resultado de uma mudança no comportamento dos “outros preços”, os quais, nos últimos anos, se “comportaram mais favoravelmente [e] deixaram de ser tão favorável”, contribuindo para que a inflação não cedesse mediante aos aumentos da taxa SELIC. Esse foi o diagnóstico do futuro Ministro do Planejamento, o economista Nelson Barbosa, em entrevista à Revista Conjuntura Econômica, em novembro de 2013. Barbosa, que assumiu a pasta do Ministério do Planejamento em 1º de janeiro de 2015, disse ainda que o BACEN estava atento ao comportamento do IPAC e os aumentos recentes da SELIC, pois “eventualmente iria trazer a inflação para o centro da meta em 2014 ou no início de 2015”.

O fato é que isso não ocorreu. Conforme mencionado, a inflação não cedeu aos aumentos da taxa SELIC e a convergência não foi possível dentro do horizonte de tempo previsto.

Por isso, questionamos: o que, de fato, contribuiu para o aumento da inflação, que vai além do comportamento desfavorável dos “outros preços”? Há outra maneira de explicar a dificuldade em convergir a inflação efetiva para o centro da meta? Vejamos a seguir o que podemos obter de resposta para essa pergunta, tendo como foco a ótica de quem tem em mãos mais informações e a vantagem de observar os fatos com uma perspectiva histórica.

Para a nossa análise sobre o comportamento da inflação no Governo Dilma, construímos a tabela 1, que mostra a contribuição de cada componente do IPAC sobre o total do índice entre os anos de 2009 a 2014. Escolhemos mostrar os dados a partir de 2009, para termos um panorama da evolução dos componentes do IPAC antes e depois da implementação da Nova Matriz Econômica.



Tabela 1: Decomposição da inflação de 2009 a 2014 - Peso no IPAC (%)

Componentes	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inércia	0,0%	-1,5%	12,0%	5,3%	10,8%	10,9%
Expectativa	-2,3%	3,6%	7,8%	6,3%	10,2%	10,8%
Repassé cambial	-5,6%	-3,7%	-3,4%	15,2%	6,4%	-0,5%
Choque de oferta	-5,8%	33,3%	14,5%	27,1%	2,7%	13,6%
Inflação livres1/	86,3%	49,9%	43,8%	33,6%	66,7%	49,0%
Inflação administrados2/	27,4%	18,6%	25,2%	12,3%	3,2%	16,2%
Total do IPAC	100%	100%	100%	100%	100%	100%
IPCA no ano (variação %)	4,31%	5,91%	6,5%	5,84%	5,91%	6,41%

\* Excluindo repasse cambial, inércia, expectativas e choque de oferta.

\*\* Excluindo repasse cambial e inércia. Fonte: Bacen Elaboração: Própria

Em 2009, o principal componente do IPAC era a inflação dos preços livres, que contribuiu com 86,3% do índice. O componente com o segundo maior peso foi a inflação dos preços administrados com 27,4%. Assim, definem-se preços administrados como aqueles que são menos sensíveis a fatores de oferta e/ou demanda, porém, não são necessariamente regulados pelo Governo de forma direta. Por outro lado, também são considerados preços administrados aqueles que os aumentos dependem da autorização ou conhecimento prévio de algum órgão do poder público, como, por exemplo: derivados de petróleo, telefonia, energia elétrica, planos de saúde, etc.

Já os preços livres são aqueles que não dependem de qualquer intervenção externa e variam de acordo com os mecanismos de mercado. Os demais componentes tiveram participação negativa ou neutra: expectativa de inflação ficou em - 2,3%; repasse cambial - 5,6%; choque de oferta - 5,8%; e a inércia inflacionária não contribuiu com o IPAC em 2009.

Em 2010, houve choque de oferta que pesou em 33,3% na formação do índice, o que reduziu a importância dos preços livres, passando a figurar com 49,9%. No Relatório de Decomposição de Inflação de 2010, elaborado pelo BACEN, consta que os preços no grupo de alimentação e bebidas foram os mais afetados pelo choque de oferta. Definimos choque de oferta como as mudanças aleatórias que afetam diretamente as condições de produção, como: quebra de safras agrícolas, racionamento de energia, aumento da produtividade das empresas, etc. Tais mudanças podem contribuir de forma positiva ou negativa para as condições gerais de oferta (BACEN, 2015). Os componentes inércia e repasse cambial agiram de forma a contribuir favoravelmente com o índice, uma vez que tiveram participações negativas com -1,5% e -3,7%,



respectivamente. Já as expectativas de mercado pioraram em relação ao ano de 2009, com 3,6% de peso na composição do IPAC no ano de 2010.

A partir de 2011, houve uma mudança importante na composição do índice. A inflação inercial passou a figurar como componente importante do IPAC, com participações de 12,0% em 2011; 5,3% em 2012; 10,8% em 2013; e 10,9% em 2014. Juntamente a essa mudança crucial, as expectativas de mercado também pioraram em relação aos anos anteriores à implementação da Nova Matriz Econômica. Em 2011, as Expectativas de Mercado pioraram em relação a 2010, passando de 3,6% para 7,8%. Em 2012, as expectativas de mercado caíram para 5,3% de participação no IPAC. Para os anos de 2013 e 2014, as Expectativas de Mercado passaram a operar próximo ao patamar da Inflação Inercial para o mesmo período, atingindo a marca de 10,8% e 10,4%, respectivamente. A inflação inercial é definida como um atrelamento dos preços atuais à inflação passada via mecanismos de indexação, como, por exemplo: contratos, aluguéis, mensalidades escolares, etc. (Gremaud, Vasconcelos, Júnior 2004 a:116), por outro lado, as expectativas de inflação capturam o impacto das perspectivas futuras dos agentes sobre a inflação BACEN (2015), sendo que estes dois componentes em conjunto possuem relevância sobre os índices futuros de inflação, conforme explica o Relatório de Inflação, elaborado em setembro de 2015 e divulgado pelo BACEN:

[...] as estimações realizadas sugerem que a inflação corrente depende de maneira importante da inflação passada (inércia). [...] em relação ao termo de expectativas, há evidências de que as previsões dos agentes para prazos mais curtos são fortemente dependentes de desenvolvimentos recentes, principalmente na inflação e taxa de câmbio.

Há de se assinalar que a inflação inercial sempre configurou causa principal da hiperinflação observada nos anos 80. Seguindo tal diagnóstico, os planos de estabilização que se seguiram durante a década de 1980 tentaram eliminar a inflação inercial via congelamento de preços, como ocorreu no Plano Cruzado, em 1986, Plano Bresser, em 1987, e Plano Verão, em 1989. No entanto, todas as tentativas de “apagar a memória inflacionária”, via congelamento de preços, fracassaram, como bem sabemos.

O Plano Real também abordou a Inflação Inercial de maneira diferente, sobretudo ao adotar um mecanismo “sofisticado e engenhoso” de desindexação com o uso de uma quase moeda paralela, a Unidade Reverencial de Valor ou URV. A adoção da URV permitiu a quase total desindexação da economia brasileira, possibilitando o grande sucesso do Plano Real sobre o



controle da inflação (Vasconcellos, Garcia 2014 a: 248 249). O retorno da Inflação Inercial como componente de maior relevância na composição do índice do IPAC, após a implementação da Nova Matriz Econômica, não é um evento menor, pois “a indexação torna a inflação mais difícil de ser vencida” (Santos apud Cunha, 2015: 41). Tal dificuldade pode ser observada no já mencionado Relatório de Inflação, de setembro de 2015. O relatório conclui que a inércia inflacionária e as expectativas de inflação têm maior impacto na inflação de curto prazo, pois, segundo o relatório, a convergência da inflação ao centro da meta pode provavelmente ocorrer em 2017 ou 2018.

Como podemos observar, a dificuldade da equipe econômica do Governo Dilma em trazer o IPAC para o centro da meta decorre, em grande medida, do fato da inflação ter adquirido inércia a partir de 2011 e para a qual a atual política monetária contracionista, via a elevação da taxa SELIC, “é ineficiente ou totalmente ineficaz”, com efeito semelhante ao “combater febre com sangria: apenas enfraquece o paciente” (Bresser-Pereira, Folha de São Paulo, 02/06/2003:1), agravando o cenário persistente de recessão econômica.

Dessa forma, a “redução na marra” das taxas de juros conduzida pelo BACEN, seguindo as diretrizes da Nova Matriz Econômica idealizada pelo Governo Dilma, criou um cenário favorável ao ressurgimento da inflação inercial, bem como piorou as expectativas de inflação. Isto evidencia um erro crucial na avaliação da equipe econômica em acreditar que os eventuais benefícios da redução da SELIC, em uma condição de inflação inicial acima da meta, seriam maiores que os efeitos colaterais danosos ao regime de metas de inflação. Contrariamente, os danos não foram menores e as dificuldades em trazer o IPAC para o centro da meta pode perdurar por mais tempo que todo o segundo mandato da presidenta Dilma Rousseff.

Por fim, o componente Repasse Cambial contribuiu de forma relevante nos anos de 2012 e 2013, com peso de 15,2 e 6,4%, respectivamente, uma vez que o repasse cambial está ligado ao Pilar Regime de Câmbio Flutuante. Sobre isso e os efeitos da Nova Matriz Econômica discutiremos a seguir.

## Regime de Câmbio Flutuante

A função da taxa de câmbio no controle da inflação parte da premissa de que, se os consumidores internos tiverem acesso facilitado aos produtos importados, isso desestimularia os produtores locais a aumentarem os preços de seus produtos, uma vez que enfrentariam a



concorrência de produtos importados, com preços estáveis e competitivos. De fato, no início do Plano Real, a moeda brasileira foi apreciada artificialmente pelo Governo FHC através da adoção do regime de câmbio fixo, na paridade de R\$ 1,00 igual a US\$ 1,00. O Real ganhou poder de compra no mercado internacional, possibilitando a importação de uma infinidade de produtos estrangeiros, que passaram a competir com os produtos nacionais, desestimulando os produtores locais a aumentarem os preços internos. Como os produtos importados não apresentavam aumento de preço por inflação de demanda, dada a grande capacidade de oferta dos países exportadores, ao mesmo tempo em que não eram afetados pela variação cambial, em virtude do regime de câmbio fixo, os preços dos produtos locais alcançaram estabilidade, “âncorados” nos preços dos produtos importados. Daí surge a expressão “âncora cambial” (Vasconcellos, Garcia 2014 b: 214).

A adoção da “âncora cambial” como instrumento de controle de preços durante a terceira fase de implantação do Plano Real foi bem sucedida, pois a inflação “que apresentava dois dígitos mensais passou a apenas um dígito anual, atingindo o objetivo principal estabelecido pelo governo” (Vasconcellos; Garcia, 2014 c: 249). Esta mudança garantiu o aumento do poder de compra das famílias brasileiras, as quais, pela primeira vez, em décadas, estavam livres do “imposto dos pobres”, alcunha comumente atribuída à inflação. Ainda segundo Vasconcelos e Garcia, a adoção do regime cambial fixo teve outras consequências sobre a economia brasileira, algumas benéficas e outras não. Do lado positivo, destaca-se o aumento dos índices de produtividade face à modernização do parque industrial nacional, beneficiado pela importação de bens de capital moderno e mais eficiente. Isso possibilitou ainda a redução dos custos de produção e, conseqüentemente, dos preços ao consumidor final.

O efeito pernóstico da desvalorização cambial foi o encarecimento dos produtos exportados pelo Brasil, o que prejudicou as empresas exportadoras nacionais. Soma-se a isso o aumento das importações, que provocou déficit na balança comercial, fazendo com que o país buscasse recursos no exterior e aumentasse sua vulnerabilidade externa. Aqui vale notar que a apreciação cambial tem efeitos negativos sobre os preços de produtos importados essenciais, como trigo e petróleo, o que provoca inflação de custo em vários segmentos da economia nacional (Vasconcellos, Garcia, 2014 d: 214).

A desvantagem do regime fixo é que o país que o adota fica obrigado, pela legislação internacional, a disponibilizar suas reservas cambiais para pagamento da diferença entre o câmbio



fixo (arbitrado pelo Governo) e o valor do dólar no mercado internacional de divisas. Isso aumenta a vulnerabilidade do país diante das condições adversas do mercado internacional, particularmente instável na década de 1990, quando vários países em desenvolvimento estavam em processo de estabilização econômica via câmbio fixo, o que os tornavam suscetíveis aos ataques especulativos contra suas moedas e em relação ao dólar.

Nesse contexto, o governo de FHC se viu na incômoda necessidade de atrair capital estrangeiro, com vistas a aumentar as reservas cambiais. Para tanto, ele manteve a taxa básica de juros em níveis elevados, sem possibilidade de redução, fazendo com que a política monetária dependesse da política cambial. Dito de outra forma: não era possível estimular o consumo via redução da taxa de juros sem prejudicar a política cambial, a qual ancorava os preços dos produtos internos (Krugman, 2009 a: 117).

A obrigatoriedade de disponibilizar as reservas tornou a economia brasileira especialmente vulnerável aos ataques especulativos, sobretudo em decorrência da crise econômica em países emergentes, como a do México, em 1995; Sudoeste Asiático, em 1997; e, por fim, o colapso da reforma econômica na Rússia, em 1998. Estas crises desencadearam um forte ataque contra o Real, levando o Brasil a pedir ajuda financeira aos EUA e ao FMI, na busca de garantir credibilidade e desestimular a fuga dos investidores internacionais (Krugman, 2009 b: 115).

O pacote de ajuda obtido pelo Brasil foi à ordem US\$ 42 bilhões, o que aliviou a pressão sobre as reservas cambiais. Para desestimular a fuga de capitais, o Governo de FHC foi obrigado a elevar ainda mais a taxa básica de juros, situação que se tornou insustentável em virtude da elevação do custo da dívida pública. Diante de tal cenário, o Governo de FHC se encontrava em um dilema diante da manutenção do regime de câmbio fixo, pois havia, nessa época, o temor de que o fim do regime fixo provocaria um surto inflacionário, como o vivido pelo México quatro anos antes. Felizmente, tal expectativa sombria não se converteu em realidade, como veremos a seguir (Giambiagi, 2011, d: 171).

A solução ao dilema veio em janeiro de 1999, quando, por não ter outra opção viável, o Governo FHC deixou o câmbio flutuar à mercê das forças de mercado. Logo, para melhor gerenciar as defesas do Brasil contra os ataques especulativos foi nomeado para o cargo de presidente do BACEN o economista Armínio Fraga, em virtude de sua grande experiência e conhecimento técnico do mercado financeiro internacional.



Como alternativa ao fim do regime de câmbio fixo, o novo presidente do BACEN anunciou o aumento da taxa de juros e o início do estudo para futura adoção do regime de metas de inflação, o que, para muitos, se configurou como uma “troca de âncora” que pudesse garantir a estabilidade de preços (Giambiagi, 2011 e:176).

O fim do regime de câmbio fixo no Brasil não provocou o temido surto inflacionário como observado no México, em 1995. Giambiagi destaca sete fatos que explicam a baixa inflação registrada após o fim do regime de câmbio fixo:

- 1) A desvalorização ocorreu em um momento de baixa produção industrial com demanda retraída, o que diminuiu as chances de repasse do câmbio aos preços;
- 2) Mudança na mentalidade indexatória dos dois agentes econômicos em virtude do Plano Real, o que trouxe estabilidade e o fim do mecanismo de reajuste de preços;
- 3) Baixa inflação mensal logo após o fim do regime fixo, o que contribuiu para reduzir o temor de uma grande propagação dos aumentos de preços;
- 4) Política Monetária rígida - caracterizada pela taxa de juros real de 15% em 1999 - cumpriu o papel esperado de conter o ritmo de remarcações e de apreciar o Real, após o *overshooting* inicial;
- 5) O cumprimento sucessivo das metas fiscais acertadas com o FMI criou uma confiança crescente de que a economia seria mantida sob controle;
- 6) Aumento do salário mínimo em maio de 1999, com menos de 5% nominais contra uma inflação projetada de 20%, o que teve grande impacto sobre as negociações salariais da época, balizando reajustes baixos;
- 7) A definição, em junho, de uma meta de inflação de 8% para o ano completou o conjunto de medidas que ajustariam a economia a uma inflação superior à de 1998, mas inferior em dois dígitos.

Uma década<sup>3</sup> após sua adoção, o regime de câmbio fixo enfrentou os efeitos da variação cambial decorrentes das inúmeras crises de ordem econômica e/ou financeira, como o colapso dos preços das ações de tecnologia, em 2000; a crise na Argentina, em 2001; os atentados de 11 de setembro de 2001; a crise de confiança de 2002; e a crise global de 2008. Mesmo durante esse período conturbado para o câmbio, não houve reduções tanto nas exportações brasileiras, quanto no

<sup>3</sup> Informações retiradas do relatório sobre os 10 anos de câmbio flutuante no Brasil, divulgado pelo BACEN, em 2009.



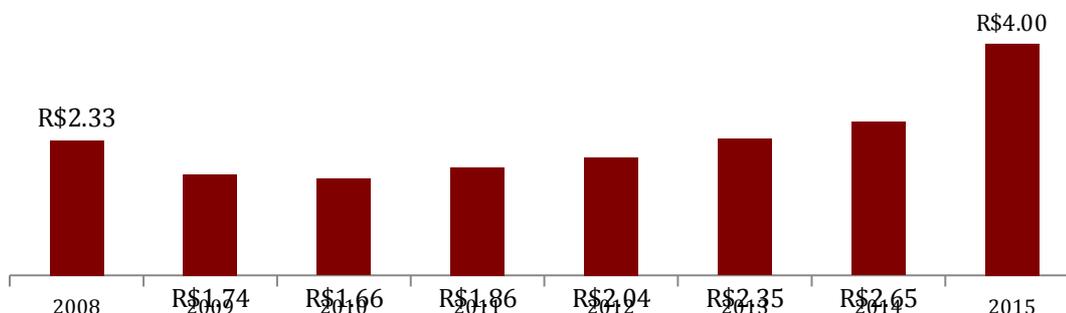
recebimento de investimentos estrangeiros diretos, com entrada líquida média de 3,0% do PIB, o que contribuiu para uma melhora substancial no balanço de pagamento. A balança de pagamento, na primeira década do câmbio fixo, registrou um saldo médio negativo equivalente a 1,0% do PIB em comparação à média anterior de 2,1% do PIB, desde 1970. Outro aspecto positivo foi o processo de acumulação de reservas internacionais, que, em 2009, atingiu a marca de US\$ 205 bilhões.

A soma dos benefícios alcançada pelo câmbio flutuante, regime de metas de inflação e superávit primário foi crucial para que, em abril de 2008, a S&P elevasse o *rating* soberano de BB+ para BBB-, o que deu ao país um novo poder de barganha frente aos credores internacionais, tornando-se um país mais propício a receber investimento estrangeiro direto e marcando uma nova fase no cenário econômico mundial. Há de se destacar ainda que o superciclo de exportação das *commodities* brasileiras, especialmente para China, contribuiu positivamente para manter o Real naturalmente apreciado.

Como exposto, os efeitos negativos da apreciação cambial ocasionou a perda de competitividade dos produtos nacionais no mercado internacional e no mercado doméstico. Desta forma, a Nova Matriz econômica visava depreciar o câmbio através de intervenções do BACEN no mercado, visando corrigir as distorções de um câmbio que se supunha estar excessivamente apreciado, mas que constituía em um empecilho para uma das metas econômicas proferida no discurso de posse do novo Governo: a “ampliação da força exportadora”.

A depreciação cambial foi conduzida graças às “intervenções quase diárias do banco Central” (Holanda, 2015: 21), o que acabou elevando o dólar de R\$ 1,66 em 2010 para R\$ 2,65 em 2014. Por outro lado, as projeções do BACEN/FOCUS (30/10/2015) apontavam para um Dólar de R\$ 4,00 para 2015 e de R\$ 4,20 para 2016. No Gráfico 8 temos o valor do Dólar entre os anos de 2010 e 2015.

Gráfico 8: Evolução da depreciação cambial em termos reais 2010 - 1º trimestre de 2015



Os feitos da depreciação cambial sobre a inflação são decorrentes do aumento do custo de produção de produtos nacionais que tenham, em sua fabricação, componentes que são importados e que não possuem substitutos próximos. Assim, os preços finais são aumentados para compensar o encarecimento dos insumos. Soma-se a este processo a facilidade dos produtores locais de aumentar seus preços, uma vez que seus concorrentes importados ficam mais caros, aumentando a demanda dos produtos nacionais. Portanto, a desvalorização cambial pode comprometer a estabilidade econômica por pressões inflacionárias, que na composição do IPAC são denominadas de repasse cambial ou *pass through*.

Os efeitos pernósticos de uma depreciação cambial administrada devem ser considerados pelos novos governantes que assumem um governo com taxa de câmbio inicialmente apreciada, como afirma Nelson Barbosa (Barbosa, Silva, Goto, Silva 2011 a:45):

quando olharmos a história econômica recente da América Latina, as evidências geralmente apontam para um impacto negativo da depreciação da moeda sobre o crescimento de curto prazo. O oposto acontece depois de apreciações, o que explica o viés de governos eleitos em tolerar a apreciação do câmbio e evitar depreciação.

Entretanto, como já vimos, o que seguiu quanto à política cambial do governo Dilma foi uma ação contrária ao “viés de governos eleitos em tolerar a apreciação do câmbio e evitar depreciação”. Neste sentido, a pergunta que naturalmente surge é: havia, de fato, condições favoráveis para que o Governo forçasse uma depreciação cambial sem que isso trouxesse riscos ao regime de metas de inflação e comprometesse o crescimento econômico vigente?

Ainda segundo Barbosa (Barbosa, Silva, Goto, Silva 2011 b: 64), a resposta a esse questionamento depende das condições da inflação efetiva em relação à meta de inflação, no momento imediatamente anterior ao início do processo, que vise uma depreciação cambial administrada. Para o câmbio inicialmente apreciado, há três situações a serem consideradas, a saber:

1º) caso a inflação esteja baixa (menor que a meta), a depreciação da Taxa de Câmbio Real é consistente com a meta de inflação;



2º) se a inflação for neutra (igual à meta), uma depreciação da Taxa de Câmbio Real não é consistente com a meta e inflação;

3º) se a inflação estiver alta (acima da meta), a depreciação da Taxa de Câmbio Real não é consistente com a meta de inflação.

A depreciação cambial conduzida pelo governo Dilma, seguindo as diretrizes da Nova Matriz Econômica, estava em desacordo com o regime de metas de inflação, já que em as condições iniciais, no ano de 2010, eram desfavoráveis a uma depreciação administrada, pois a inflação efetiva foi de 5,9% para uma meta de 4,5%. Segundo Barbosa (2011), o efeito da depreciação administrada, quando a inflação efetiva é inicialmente alta, seria a de “tender a aumentar a inflação ainda acima da meta” (Barbosa, Silva, Goto, Silva 2011 c: 65). Contudo, conforme o gráfico 9, a inflação, de fato, aumentou “ainda mais acima da meta” em virtude do aumento do repasse cambial, decorrente da depreciação cambial administrada, conduzida pelo governo Dilma. No gráfico 10 temos a evolução do peso do repasse cambial sobre o IPAC frente à depreciação conduzida pelo governo Dilma Rousseff, segundo os moldes da Nova Matriz Econômica.

Gráfico 9: Meta de inflação x Inflação efetiva (2010-2015)

Fonte: BACEN Elaboração: Própria

Gráfico 10: Evolução da depreciação e repasse cambial sobre o IPAC em termos reais  
2010 a 1º trimestre de 2015



**Instituto de Relaciones Internacionales**

**Universidad Nacional de La Plata** Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

Fonte: BACEN Elaboração: Própria

No gráfico 9 temos que, no primeiro ano do novo Governo, a inflação efetiva subiu de 5,9% para 6,5% frente a uma depreciação de -12,60% conforme o gráfico 10. Contudo, o repasse cambial foi favorável ao regime de metas, com um repasse cambial de -3,4%, ou seja, a depreciação cambial não contribuiu para o aumento do IPCA. Em 2012, a inflação efetiva cedeu para 5,8% frente a uma depreciação -8,9%. Porém, desta vez, o repasse cambial foi de 15,2% sobre o índice do IPAC deste ano, semelhante ao que aconteceu no ano posterior, quando o IPCA de 2013 fechou em 5,9% frente a uma depreciação de -14,60%, com o respectivo repasse cambial de 6,4%. Isso evidencia que a depreciação cambial, conduzida segundo os parâmetros da Nova Matriz, estava em desacordo com o regime de metas de inflação. Por este motivo, o repasse cambial contribuiu para os aumentos do IPCA nos anos de 2012 e 2013.

Para o ano de 2014, a depreciação cambial foi de -11,80%, mas a mesma não teve contribuição para o IPCA. Segundo o Relatório de Inflação do BACEN, divulgado em março de 2015, os motivos foram a “dinâmica da taxa de inflação ao longo do ano e a defasagem do repasse cambial para os preços ao consumidor”. Isso ocorreu porque o dólar caiu e se manteve estável entre os meses de fevereiro e outubro daquele ano, porém, ao final do ano, registrou-se uma forte desvalorização cambial, fechando em R\$ 2,65, sem que houvesse tempo para que os preços ao consumidor fossem impactados pela depreciação. Já no ano de 2015 houve uma forte depreciação cambial, que, no primeiro trimestre do ano, foi de -14,30%. Contudo, o repasse cambial teve uma contribuição de -0,5% sobre o IPAC deste período de 2015. Logo, segundo o Relatório de Inflação



**Instituto de Relaciones Internacionales**

**Universidad Nacional de La Plata** Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

divulgado pelo BACEN, em setembro do mesmo ano, os esperados impactos cambiais sobre o IPAC foram contrabalanceados pela recessão econômica no período.

Após essa breve análise, temos a resposta para a nossa indagação: não havia condições favoráveis para uma depreciação cambial administrada, segundo as metas da Nova Matriz Econômica, pois a depreciação cambial estava em desacordo com o regime de Metas de Inflação.

A inflação, antes da depreciação administrada, era alta (acima da meta) e, como resultado, a depreciação cambial contribuiu para a elevação da inflação efetiva nos anos de 2012 e 2013, ao passo que nos anos de 2014 e 2015, outros fatores, como, ironicamente, a própria recessão econômica, contribuíram para mitigar os efeitos da forte apreciação cambial sobre o IPAC, observados nestes anos. É importante lembrar que concomitantemente à depreciação cambial, o Governo conduziu uma redução “forçada” da taxa de juros básica, o que constituiu uma dupla ação contraproducente sobre os regimes de Metas de Inflação. O resultado foi o que reza a retórica das teorias monetária e cambial: alta da inflação.

A seguir, discutiremos sobre os efeitos da política do Governo Dilma, sobre o terceiro e último pilar macroeconômico do Plano Real, o Superávit primário.

## Superávit primário

Os idealizadores do Plano Real entendiam que as causas da inflação no Brasil não residiam apenas na indexação dos preços (inflação inercial), mas também no desequilíbrio das contas públicas. Para tanto, na primeira etapa de implantação do Plano Real, promoveu-se o equilíbrio do orçamento público através de três elementos (Gremaud, Vasconcelos, Júnior 2004 b:469):

1º) Corte de despesas através da criação do Programa de Ação Imediata (PAI), com redução de US\$ 7 bilhões em gastos com pessoal e investimentos; 2º) aumento de impostos com a criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF); e 3º) diminuição das transferências do Governo Federal com a criação do Fundo Social de Emergência (FSE), que desvinculava algumas receitas da União para atenuar a rigidez imposta pela Constituição de 1988 quanto aos gastos do Governo, direcionando 15% da arrecadação de todos os impostos para o financiamento em programas sociais e da União.



As medidas citadas foram adotadas em caráter provisório e não foram suficientes para equilibrar as contas públicas, que apresentaram um superávit de 1,08% em 1994 e uma significativa piora em 1995, embora a inflação apresentasse queda no período. Mesmo com a piora nas contas públicas no período, por diversas razões aqui não contempladas, as bases do Plano Real previam a reestruturação do sistema fiscal brasileiro, visando o “equilíbrio definitivo das contas públicas”.

As mudanças institucionais promovidas desde então culminaram com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF – Lei Complementar nº 101, de maio de 2000), inaugurando um “novo regime fiscal” que marcava alterações na estrutura do Estado e criava novas regras para a elaboração orçamentária e controle de endividamento da União (Lopreato, 2015 a: 12).

A Lei de Responsabilidade Fiscal constitui o 3º Pilar Macroeconômico do Plano Real e determina em seu Art. 1º § 1º o “cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas”, e no Art. 36 dispõe sobre a proibição da “operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da Federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo”. Estes dois artigos, em conjunto, foram negligenciados no Governo Dilma, o que caracterizou a degradação do 3º pilar, sobretudo com o não cumprimento das metas fiscais e consequente contratação de crédito junto aos bancos vinculados à União para o financiamento de suas operações.

Ante as irregularidades relacionadas no Parecer Prévio Sobre as Contas da Presidência da República, o Tribunal de Contas da União - TCU recomendou ao Congresso Nacional, em 7/10/2015, a rejeição das contas referentes ao exercício de 2014. Entre as irregularidades constatadas pelo TCU podemos citar:

- 1) omissão de passivos da União junto ao Banco do Brasil, ao BNDES e ao FGTS nas estatísticas da dívida pública de 2014;
- 2) adiantamentos concedidos pela Caixa Econômica Federal à União para cobertura de despesas no âmbito dos programas Bolsa Família, Seguro Desemprego e Abono Salarial nos exercícios de 2013 e 2014;
- 3) adiantamentos concedidos pelo FGTS à União para cobertura de despesas no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida nos exercícios de 2010 a 2014;
- 4) adiantamentos concedidos pelo BNDES à União para cobertura de despesas no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento nos exercícios de 2010 a 2014.



Somam-se ainda as irregularidades quanto aos adiantamentos (crédito) concedidos à União por parte de bancos públicos, prática que ficou conhecida por *Pedaladas Fiscais*; e o não cumprimento das metas de Superávit Primário, que, como podemos constatar no gráfico 11, mostra o constante afastamento da meta de 3,10%, já que, em 2015, a meta foi revista para 0,15% do PIB em função das dificuldades do Governo em cumprir a meta estabelecida.

Gráfico 11: Superávit primário em % do PIB

Fonte: FGV/IBRE e IBGE Elaboração: Própria

Os motivos para o não cumprimento das metas de Superávit Primário no Governo Dilma recaem sobre o binômio aumento dos gastos públicos e redução na arrecadação. De fato, as medidas contracíclicas tomadas no governo Lula, em função da crise financeira de 2008, teve o custo de uma forte renúncia fiscal, que foi repassada para o Governo seguinte. Este último, por sua vez, ampliou o dispêndio com transferência de renda e subsídios, como o seguro-desemprego e o programa Bolsa Família, na tentativa de promover o crescimento econômico via ampliação dos gastos públicos, ação que estaria alinhada com a ideia de um papel mais intervencionista do Estado na economia, segundo os moldes previstos na Nova Matriz Econômica.

Contudo, a estratégia de ampliar os gastos públicos, como forma de promover o crescimento da atividade econômica, não foi acertada conforme o diagnóstico do Professor Yoshiaki Nakano. Em entrevista à Revista Conjuntura Econômica de setembro de 2015, o professor afirmou que tal política “não funcionou, não elevou a taxa de investimento, não elevou a taxa de progresso tecnológico na sociedade” e, conseqüentemente, não surtiu o efeito esperado sobre a atividade econômica, uma vez que “a crise é mais profunda, no sentido de que há uma insegurança geral neste país em relação a uma série de questões” (Nakano, 2015 a: 21), como a condução da política monetária, cambial e fiscal do Governo Dilma.



O cenário de crise fiscal, inflação acima da meta, recessão econômica e perda de popularidade da presidente Dilma tolheu a capacidade de persuasão de seu Governo junto ao Congresso Nacional. Tal cenário de incertezas culminou com o rebaixamento da nota de risco do Brasil por parte da agência de classificação de risco Standard & Poor's, a qual, em setembro de 2015, reduziu a nota do Brasil de BBB- para BB+. Na exposição de motivos, a agência explicou que a “falta de habilidade” e “vontade” do governo em submeter ao Congresso Nacional o orçamento deficitário em R\$ 30,5 bilhões para o ano de 2016 foram determinantes para o rebaixamento da nota (Haubert, 2015). Há de se observar que o rebaixamento da nota de risco do Brasil contribuiu de forma significativa para o agravamento da questão cambial, uma vez que a fuga do capital estrangeiro, proveniente da possibilidade de insolvência pelo Governo, contribuiu com o aumento da pressão inflacionária via repasse cambial. Para contornar este problema, o Governo se viu forçado a manter a taxa SELIC em patamares elevados, conforme mencionado, de maneira a desestimular a saída dos investidores do Brasil (Marconi, 2015: 25).

O persistente desequilíbrio nas contas públicas despertou o temor por parte dos agentes econômicos de que o Brasil estaria vivendo hoje o fenômeno conhecido por Dominância Fiscal (Schymura 2015), caracterizado por uma política fiscal dominante sobre a política monetária, sendo que esta última “passa[ria] a ter como uma das suas preocupações a sustentabilidade da dívida pública” (Schoti, 2007: 23), em detrimento do crescimento econômico e controle da inflação. Os feitos da Dominância Fiscal sobre a atividade econômica podem ser explicados da seguinte maneira: para financiar o déficit público, determinado de forma autônoma pela autoridade fiscal, a autoridade monetária se vê obrigada a elevar a taxa SELIC para atrair investidores e, assim, poder financiar a dívida pública. Porém, há um agravante: em um cenário de recessão econômica, com fraca arrecadação fiscal, temos uma armadilha, pois a dívida aumenta em função das altas taxas de juros e a arrecadação do governo cai em função da própria recessão, dificultando a geração de superávit primário e postergando o reequilíbrio fiscal.

Esse ciclo vicioso aumenta o temor de insolvência do Governo e de calote da dívida pública (*default*). Com isso, os investidores internacionais tendem a retirar seus recursos do Brasil, forçando o BACEN a promover e/ou manter a SELIC em patamares altos e inconsistentes diante da necessidade de promover uma política monetária expansionista, necessária à reversão do quadro de



recessão econômica, o que melhoraria a arrecadação e mitigaria a situação fiscal (Nogueira, 2016 a: 25).

A desordem fiscal e a constante necessidade de financiamento do déficit público, via taxa de juros, fazem com que a política monetária seja “dominada pela política fiscal”, tirando da autoridade monetária a liberdade de ação necessária para promover a reversão do quadro de recessão econômica, como apontado pelo Professor Yoshiaki Nakano: “ao invés de aumentar a potência da política monetária fazendo as reformas que precisam ser feitas, nas regras operacionais do Banco Central, você joga os juros lá para cima e usa o câmbio. Aí temos uma política absurda de, em meio de uma recessão, o Banco Central eleva os juros. Não faz sentido” (Nakano, 2015 b: 22).

O BACEN discorda da ideia de que o Brasil viva hoje em uma situação de dominância fiscal e que a política econômica estaria, segundo seu presidente Alexandre Tombini, em “pleno funcionamento” (Nogueira, 2016 b:25). Não obstante à negativa por parte da autoridade monetária quanto à existência de dominância fiscal, o economista Schymura alerta para o risco de tal fenômeno vir a existir e isto deve ser levado em conta pelo BACEN, especialmente quanto a evitar aumentos na taxa SELIC, mesmo diante da piora nas expectativas inflacionárias, pois só agravaria a situação fiscal com aprofundamento da recessão (Schymura 2015: 8). A LRF, que constitui o 3º pilar macroeconômico, é fruto da evolução de um novo regime fiscal implantado pelos idealizadores do Plano Real, concebido de forma a assegurar “o controle intertemporal das contas públicas e afastar o risco de dominância fiscal e *default* da dívida” (Lopreato, 2015 b:9). No entanto, a recente degradação do Pilar de Responsabilidade Fiscal reacendeu o temor de risco de *default* e de que já estamos ou viemos a estar em dominância fiscal, o que dificulta e posterga a possibilidade de recuperação econômica.

## Considerações finais

O Tripé Macroeconômico do Plano Real ruiu sobre o peso dos erros de concepção da Nova Matriz Econômica. Os reflexos de tais erros sobre a economia brasileira foram iguais à soma de todos os medos: inflação, recessão e desequilíbrio fiscal. Para alguns analistas, a degradação do pilar se iniciou já em 2008, quando as medidas contracíclicas tomadas pelo então presidente Lula,



**Instituto de Relaciones Internacionales**

**Universidad Nacional de La Plata** Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

embora bem aplicadas, foram mantidas além do tempo que seria recomendado para a garantia da estabilidade tão duramente conquistada. A continuidade da política de 2008, e/ou a mudança da política econômica para a Nova Matriz Econômica, foi alvo de críticas por parte daqueles que idealizaram, implantaram e administraram o Plano Real, como o economista Gustavo Franco, que, em entrevista à revista *Época* de 26/10/2015, afirmou: “governo fez tudo errado a partir de 2008, absolutamente tudo, e estamos pagando o preço disso”. Ele ainda apontou que a falta de manobra política do governo Dilma piorou o quadro de crise econômica. De fato, as consequências da implementação da Nova Matriz Econômica sobre a inflação e o nível de atividade econômica mergulharam o Brasil em um recessão que só tem precedentes histórico com a Grande Recessão de 30. Contudo a retomada da atividade econômica deve ser alcançada no longo prazo via recuperação do superávit primário que possibilite a redução da taxas de juros desde que a inflação ceda nesse ínterim.

## Bibliografia

Gremaud, Vasconcellos, Junior (2004), *Economia Brasileira Contemporânea* 5ª edição São Paulo Atlas, paginas 116 469

Giambiagi, Vilela, Castro (2011), *Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]* 2ª edição Rio de Janeiro Campus, paginas 171 176 206 229 230.

Krugman (2009), *A crise de 2008 e a economia da recessão*, 1ª edição Rio de Janeiro, paginas 117 115.

Vasconcellos, Garcia (2014), *Fundamentos de Economia* 5ª edição São Paulo, Saraiva, paginas 214 248 249.

Barbosa, Silva, Goto, Silva (2011), *Crescimento econômico, acumulação de capital e taxa de câmbio*, en, (Márcio Hollanda, Yoshiaki Nakano) *Taxa de Câmbio no Brasil: Estudos de uma perspectiva do desenvolvimento*, Rio de Janeiro, Elsevier, paginas 45 64 65.

Schymura (2015), *O complexo mapeamento das causas da desaceleração do governo Dilma*, *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, volume 69, nº 02, paginas 6 - 9.

Schymura (2015), *A causa da perda de ritmo da economia vem de longe*, *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, volume 69, nº 06, paginas 10-13.



# VIII Congreso de Relaciones Internacionales

23, 24 y 25 de noviembre de 2016

Schymura (2015), O Banco Central deve manter o seu plano de voo, Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, volume 69, nº 08, paginas 8-10.

Schymura (2015), A sombra da dominância fiscal e a reação do sistema político, Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, volume 69, nº 11, paginas 8-10.

Pessoa (2015), Erros dos anos recentes são entrava ao crescimento pós-ajuste, Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, volume 69, nº 04, paginas 12 - 13.

Santos (2015), Estouro da meta, Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, volume 69, nº 04, pagina 41.

Marconi (2015), Para além do ajuste fiscal, Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, volume 69, nº 07, paginas 24 -25.

Barbosa (2015), A economia da presidente Dilma: a foto e o filme, Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, volume 69, nº 08, pagina 21.

Monteiro (2015), Entrevista: A política de subsídios faliu o país, Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, volume 69, nº 09, paginas 20 - 25.

Bresser-Pereira (2003), Juros alto é ineficaz contra inflação inercial, Folha de São Paulo, São Paulo Pagina 1

Lopreato (2015), Aspectos da atuação estatal de FHC a Dilma, Texto da Dissução IPEA São Paulo Pagina 12.



**Instituto de Relaciones Internacionales**

Universidad Nacional de La Plata Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp