



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

Ana Maria Gotardelo

**O tripé macroeconômico nos governos do PT (2003-2016):
continuidade e flexibilização**

Campinas

2019



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

Ana Maria Gotardelo

**O tripé macroeconômico nos governos do PT (2003-2016):
continuidade e flexibilização**

Trabalho de conclusão de curso apresentado
ao Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas, como parte dos
requisitos exigidos para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a
orientação do Prof. Pedro Linhares Rossi

Campinas

2019

TERMO DE APROVAÇÃO

Ana Maria Gotardelo

O tripé macroeconômico nos governos do PT (2003-2016): continuidade e flexibilização

Trabalho de Monografia apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas como requisito à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, pela seguinte banca examinadora:

Prof. Dr. Pedro Linhares Rossi

Orientador – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp)

Ricardo Carvalho Gonçalves

Doutorando do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp)

Campinas, 4 de dezembro de 2019

RESUMO

O presente trabalho se propõe a analisar o manejo do regime de “tripé macroeconômico” durante o governo do Partido dos Trabalhadores (2003-2016). Para tanto, define os conceitos de continuidade e flexibilização a serem utilizados para análise, tendo em vista a gestão anterior realizada por Fernando Henrique Cardoso. Considerados estes aspectos, o trabalho busca analisar de maneira crítica em que medida a gestão do “tripé macroeconômico” apresentou fases de continuidade e flexibilização ao longo do período analisado.

Palavras-chave: Tripé macroeconômico; política cambial; política fiscal; política monetária.

ABSTRACT

The following paper aims to analyze the maintenance of the “macroeconomic tripod” during the government of “Partido dos Trabalhadores” (2003-2016). In order to do so, it is needful to define the concepts of continuity and flexibilization to be applied in this analysis, considering the previous management of Fernando Henrique Cardoso. Thereby, the paper seeks to analyse in a critical appraisal to what extend the maintenance of the “macroeconomic tripod” presented phases of continuity and flexibilization over the chosen period.

Keywords: Macroeconomic tripod; exchange rate policy; fiscal policy; monetary policy.

Sumário

Introdução Geral	6
Capítulo 1: Sobre o “tripé macroeconômico”	9
1.1. Novo Consenso Macroeconômico: o arcabouço teórico por trás do "tripé macroeconômico" ...	9
1.2. Consenso versus Dissenso: críticas ao Novo Consenso Macroeconômico	13
1.3. O Novo Consenso Macroeconômico diante da crise de financeira internacional	17
1.4. A adoção do "tripé macroeconômico" no Brasil: contexto histórico.....	18
1.5. A institucionalidade do "tripé macroeconômico": a experiência brasileira	20
1.5.1. Política monetária	20
1.5.2. Política fiscal	21
1.5.3. Política cambial.....	22
Capítulo 2: A gestão do “tripé macroeconômico” brasileiro: mapeando o debate	24
2.1. Apoiadores do “tripé macroeconômico” no Brasil	24
2.1.1. Política monetária	26
2.1.2. Política fiscal	28
2.1.3. Política cambial.....	29
2.2. Críticos ao “tripé macroeconômico” no Brasil	30
2.2.1. Política monetária	32
2.2.2. Política fiscal	37
2.2.3. Política cambial	40
Capítulo 3: Continuidade ou flexibilização?	45
3.1. Política monetária	45
3.2. Política fiscal.....	52
3.3. Política cambial	57
Conclusão	66

Introdução Geral

As políticas de estabilização adotadas na América Latina a partir dos anos 1980 se basearam em âncoras nominais – principalmente cambiais –, reformas estruturais e institucionais e nas liberalizações das contas comercial e de capitais do balanço de pagamentos. Apesar do sucesso dessas políticas em eliminar a inflação historicamente elevada, a apreciação das moedas domésticas foi responsável por desequilíbrios consideráveis no balanço de pagamentos, contornados através da atração de capital externo via elevação da taxa de juros, o que impactou negativamente a dívida interna pública, incentivando a austeridade fiscal e as privatizações.

A crise asiática de 1997 explicitou a necessidade do governo brasileiro de rever a política econômica de forma a enfrentar os desequilíbrios das contas públicas e do setor externo. Embora o governo Fernando Henrique tenha optado por uma solução gradualista, a crise da Rússia em meados de 1998 e seus efeitos sobre a oferta de crédito e o fluxo de capitais no mercado internacional demonstraram a urgência da questão.

No final de 1998, o governo anunciou a adoção de políticas fiscais e monetárias contracionistas e a manutenção do câmbio fixo, além da negociação com o FMI de um pacote de ajuda externa. No entanto, em um contexto de maior incerteza em relação ao futuro da economia brasileira, a dificuldade em garantir simultaneamente a paridade com o dólar e as reservas internacionais no patamar acordado com o FMI fez com que, após uma breve e frustrada tentativa de adoção do regime de bandas cambiais, o governo optasse pelo regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999.

A ameaça de default diante dos efeitos da desvalorização posterior à alteração de regime cambial e da trajetória crescente da taxa de juros sobre a dívida pública fez com que fosse necessária a revisão do acordo com o FMI, em março de 1999, em busca da alteração do indicador utilizado como critério de desempenho do cumprimento das metas fiscais da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) para o resultado primário, que desconsidera o efeito dos juros.

A adoção do regime de metas de inflação em junho de 1999, que objetivava dotar a política monetária de mais transparência e firmar o compromisso da autoridade monetária com a garantia da estabilidade de preços em níveis baixos para o padrão internacional, foi o pilar que faltava para compor o regime de política macroeconômica que passou a ser conhecido como “tripé macroeconômico”: metas de superávit primário, regime de câmbio flutuante e metas de inflação.

Ou seja, a consolidação do regime de “tripé macroeconômico” foi a resposta que as autoridades brasileiras encontraram para lidar as imposições realizadas pelo FMI em meio a um cenário de baixa do ciclo de liquidez internacional e sob um ataque especulativo contra a sua moeda. Além disso, tais políticas encontravam seu fundamento teórico no chamado Novo Consenso Macroeconômico, uma combinação entre as teorias propagadas pelas escolas novo clássica e novo keynesiana.

Vale ressaltar que o regime macroeconômico e as políticas que ele representa, isto é, fiscal, cambial e monetária, são parte de um conjunto de políticas econômicas empreendidas pelo Estado, que se constituem como ferramentas a serem adequadas de acordo com o quadro institucional e o objetivo de longo prazo assumido pelos governantes.

Os três pilares do regime de política macroeconômica implicam o discurso defendido pelos economistas neoliberais no que se refere à importância do Estado e do mercado na economia, ou seja, enquanto este último deve exercer um papel central como agente regulatório, aquele deve ter sua atuação discricionária limitada a fim de evitar distúrbios que possam atrapalhar o alcance dos resultados pretendidos por essa política, que são, segundo Rossi (2015a), a estabilidade de preços e a solvência do setor público de longo prazo.

Por esse motivo, em 2003, quando o Partido dos Trabalhadores chegou ao poder, ele representava uma esperança de quebra com o programa neoliberal até então realizado pelo governo Fernando Henrique Cardoso, dada a história e ideologia desse. No entanto, quanto à política macroeconômica adotada pelos ex-presidentes Lula e Dilma, constata-se que estes não foram capazes de romper com a política de "tripé macroeconômico" herdada dos governos anteriores e consequentemente diminuir de forma significativa a taxa de juros e neutralizar a tendência de sobreapreciação da taxa de câmbio que existe no Brasil (BRESSER-PEREIRA, 2014).

Apesar de mantida, a política de "tripé macroeconômico" provou ser flexível ao longo dos 14 anos de governo do PT, principalmente a partir da crise financeira internacional em 2008, quando o FMI e outros autores pertencentes ao *mainstream* econômico promoveram uma revisão dos fundamentos teóricos e das recomendações resultantes do Novo Consenso Macroeconômico, dadas as limitações que as políticas provenientes do receituário tradicional esbarraram na tentativa de contrarrestar os efeitos da crise sobre as economias nacionais.

O objetivo deste trabalho é, a partir das definições de continuidade e flexibilização contidas no primeiro capítulo, analisar a maneira de conduzir as políticas fiscal, cambial e monetária dentro de um mesmo arcabouço institucional, isto é, do regime de "tripé macroeconômico", ao longo do período entre 2003 e 2016 em que o Partido dos Trabalhadores esteve no poder.

A hipótese a ser avaliada é a de que é possível observar, durante o período analisado e em todas as políticas que compõe o "tripé", fases de continuidade e de flexibilização, sendo estas últimas mais frequentes e de maior intensidade a partir do rompimento da crise financeira internacional em 2008.

Dessa forma, além desta Introdução, o trabalho contará com três capítulos, onde o Capítulo I irá contextualizar e fundamentar as análises posteriores, não só definindo o "tripé macroeconômico", o conceito de continuidade e flexibilização do seu manejo, e o Novo Consenso Macroeconômico, sua

respectiva base teórica, mas também apontando seus pressupostos, as fragilidades apontadas por seus críticos e os pontos que foram revisitados por seus defensores após a crise de 2008.

O Capítulo II, por sua vez, será voltado ao mapeamento do debate existente em torno do regime de “tripé macroeconômico” no Brasil, contendo a defesa de continuidade com as políticas empreendidas pelo governo FHC ou de flexibilização, uma vez mantido o mesmo quadro institucional, a depender da linha teórica defendida pelos autores.

O Capítulo III realizará a descrição histórica das políticas macroeconômicas adotadas durante o período selecionado, que contém os dois mandatos do ex-presidente Lula e os dois mandatos da presidente Dilma, assim como sua posterior análise à luz da definição de continuidade e flexibilização presente no Capítulo I.

Por fim, serão apresentadas as considerações finais sobre os aspectos mais relevantes tratados ao longo deste trabalho a título de conclusão.

Capítulo 1: Sobre o “tripé macroeconômico”

Introdução

O regime de “tripé macroeconômico”, implementado no Brasil em 1999, encontra sua base teórica no que se convencionou chamar de Novo Consenso Macroeconômico, uma síntese das teorias novo clássica e novo keynesiana.

Segundo seus críticos, o nome de “consenso” foi fruto de autodenominação dos autores pertencentes à escola e tanto as teorias quanto os modelos utilizados por esse grupo teórico são passíveis de críticas.

Inclusive, dado o fracasso que essa corrente obteve na previsão e enfrentamento da crise financeira internacional em 2008, diversos autores que compõe o Novo Consenso fizeram o exercício de revisitar a teoria e apontar os seus erros e deficiências no período pós-crise.

No Brasil, as políticas sugeridas pelo Novo Consenso chegaram na forma de metas estabelecidas pelo FMI como parte integrante do acordo de ajuda financeira ou de medidas necessárias para compatibilizar o quadro institucional ao alcance de tais metas.

Esse regime de política macroeconômica foi mantido durante os governos do Partido dos Trabalhadores, mas o debate acerca da sua gestão dentro de um mesmo arcabouço institucional indica a existência de fases de continuidade dos moldes implementados por FHC em 1999 e fases de flexibilização.

O presente capítulo pretende fundamentar o mapeamento do debate e a análise do manejo do “tripé macroeconômico” a serem realizados nos Capítulos II e III, respectivamente, fornecendo os insumos acerca da corrente teórica por trás do “tripé”, o Novo Consenso Macroeconômico, no que diz respeito aos seus pressupostos, recomendações, críticas e revisões, bem como contextualizando o período da sua adoção no Brasil e definindo os conceitos de continuidade e flexibilização de cada um dos pilares que o compõe.

1.1. Novo Consenso Macroeconômico: o arcabouço teórico por trás do "tripé macroeconômico"

Durante o século XX, a macroeconomia se consolida como disciplina, que tem por objetivo entender as causas das flutuações econômicas, mas pode-se constatar que isso não significou a convergência dos argumentos tanto no interior dos sucessivos debates teóricos quanto no que era discutido dentro da academia e o que era realmente implementado pelos policymakers. Apesar disso,

podem ser observados esforços para sintetizar esses argumentos, assim como feito na síntese neoclássica, onde se acordou considerar a teoria clássica como interpretação dominante e nela acrescentar desenvolvimentos da teoria keynesiana (TEIXEIRA; MISSIO, 2011).

De fato, segundo Goodfriend e King (1997), a macroeconomia é comumente marcada por grandes e persistentes discordâncias acerca da metodologia e da produção em diferentes campos de pesquisa, o que acaba por dificultar o emprego dos desenvolvimentos recentes (e em curso) na área macroeconômica. No entanto, desde o início dos anos 1990, de acordo com os autores, as correntes intelectuais têm se movido em direção a um novo consenso em macroeconomia, que, assim como a síntese neoclássica, combina elementos clássicos e keynesianos.

Fundamentados no comportamento racional e na otimização intertemporal dos agentes representativos - presentes nos trabalhos da teoria novo clássica - para a construção de modelos dinâmicos de equilíbrio geral – baseados nos modelos do Real Business Cycle –, os proponentes do Novo Consenso Macroeconômico desenvolveram modelos onde o equilíbrio de longo prazo se assemelha a uma trajetória dinâmica de equilíbrios potenciais a preços flexíveis, que no curto prazo consideram os princípios novo keynesianos de competição imperfeita e de ajuste de preços oneroso, capazes de impedir o alcance destes equilíbrios potenciais e, portanto, do market clearing, o que impulsiona o ajustamento de preços e salários e faz com que as políticas monetária e fiscal sejam capazes de influenciar o produto no curto prazo (LOPREATO, 2013).

No entanto, os autores do NCM retomam os argumentos monetaristas de que, em condições normais, é muito mais vantajoso controlar a demanda agregada tendo a política monetária como instrumento, através do manuseio da taxa de juros de curto prazo, justamente por se caracterizar como uma alteração mais fácil e passível de revisões frequentes, em detrimento da política fiscal, que, intimamente relacionada com problemas de ordem política e incertezas legislativas, representa custos elevados, crescimento da dívida pública e efeitos sujeitos a longos e imprevisíveis atrasos, não sendo, na visão deles, uma política estabilizadora do ciclo econômico (LOPREATO, 2013).

O produto potencial é determinado, assim como nos modelos clássicos do RBC, por fatores estruturais reais, a exemplo da política fiscal e da tecnologia, diferentemente do produto efetivo, que leva em consideração as condições de demanda, as imperfeições de mercado e o ônus do ajuste das variáveis nominais e, conseqüentemente, pode se desviar temporariamente da trajetória de equilíbrio de longo prazo. Essa diferença, o chamado hiato do produto, explica o comportamento da inflação: quando o produto efetivo é maior que o potencial, aumenta a pressão sobre o nível geral de preços, que, em um contexto de rigidez de preços e salários, interfere nos preços relativos e provoca movimentos de remarcação de preços, gerando ineficiência na alocação de recursos (LOPREATO, 2013).

Os modelos do Novo Consenso têm como objetivo desenvolver uma série de princípios e orientações práticas para política monetária de forma neutra, isto é, que suporte o produto no seu nível potencial num ambiente de preços estáveis, sendo capaz de acomodar choques que poderiam alterar os níveis de equilíbrio de produto e emprego com flexibilidade de preços. Assim, tendo em vista que a rigidez de preços indica que a demanda agregada é o determinante chave da atividade econômica real no curto prazo, são obtidas duas implicações principais: a forte influência da política monetária sobre a atividade real e a necessidade de um regime de taxas de inflação de variam relativamente pouco ao longo do tempo (GOODFRIEND; KING, 1997).

Acerca da política monetária, os autores do Novo Consenso Macroeconômico defendem que (1) pode existir um trade-off temporário entre inflação e desemprego, devido a rigidez de preços e salários, o que faz com que a política monetária deva deixar a demanda agregada estável para prevenir distúrbios, (2) não existe trade-off de longo prazo entre inflação e desemprego, isto é, a política monetária expansionista gera inflação sem impactar nível de emprego, (3) a eliminação da inflação é louvável, já que se traduz em ganhos consideráveis de bem estar com o aumento da eficiência das transações e a diminuição das distorções dos preços relativos e (4) a credibilidade desempenha um papel importante na interpretação dos efeitos da política monetária e aparece intuitivamente na forma de uma regra simples e transparente (GOODFRIEND; KING, 1997) (LOPREATO, 2013).

De acordo com Arestis e Sawyer (2003), o Novo Consenso Macroeconômico pode ser descrito sucintamente pelas três equações seguintes:

$$(1) Yg_t = a_0 + a_1.Yg_{t-1} + a_2.E_t(Yg_{t+1}) - a_3.[R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1,$$

que representa a equação de demanda agregada, onde o hiato do produto é determinado pelos níveis de produto passado e esperado para o futuro e a taxa de juros real;

$$(2) p_t = b_1.Yg_t + b_2.p_{t-1} + b_3.E_t(p_{t+1}) + s_2 \text{ (com } b_2 + b_3 = 1),$$

que representa a curva de Philips com a inflação sendo determinada pelo hiato do produto corrente e os níveis de inflação passado e futuro;

$$(3) R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1.Yg_{t-1} + c_2.(p_{t-1} - p^T)] + c_3.R_{t-1},$$

que representa a regra de Taylor para a política monetária, onde a taxa de juros nominal se baseia na taxa real de juros de equilíbrio, na inflação esperada, no hiato do produto e no hiato da inflação anterior em relação a meta, onde:

Yg = hiato do produto

R = taxa de juros nominal

p = taxa de inflação

p^T = meta de inflação

RR^* = a taxa de juros real de equilíbrio

s_i = choques estocásticos

E_t = expectativas realizadas no tempo t

Logo, tem-se três equações e três incógnitas: produto, inflação e taxa de juros. A equação (1) se assemelha a função IS, com as decisões de gasto baseadas na otimização intertemporal da função utilidade, e apresenta ajuste defasado e elementos de forward-looking, considerando a rigidez de preços e salários. A equação 2, por sua vez, apresenta o termo $E_t(p_{t+1})$, que pode ser interpretado como um reflexo da credibilidade do Banco Central. Por último, a equação (3) implica que a política monetária é um ajuste sistemático frente a desenvolvimentos econômicos e não a processos exógenos, de forma que os choques estocásticos estejam representados pelo termo de erro (s_t) no modelo, além de estabelecer que a taxa de juros nominal é a soma da taxa de juros real com a inflação esperada, incorporando uma abordagem simétrica do regime de metas para inflação (ARESTIS; SAWYER, 2003).

Sabendo-se que a política monetária tem, nesse modelo, o objetivo de estabilizar a trajetória do nível de preços, de forma a manter o produto em seu nível potencial, o regime de metas de inflação passa a ser muito importante, uma vez que é capaz de dotar a autoridade monetária de credibilidade, transparência e simplicidade, elementos-chave na ancoragem de expectativas, que evitam inconsistência dinâmica e viés inflacionário, já que se trata do manejo da taxa de juros de curto prazo de modo a coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes (GOODFRIEND; KING, 1997).

Como a demanda agregada é sensível a taxa de juros, mudanças na política monetária devem ser graduais, pautadas por regras de conduta e feitas através de ajustes na taxa de juros de curto prazo, tendo em vista a meta de inflação anunciada pelo Banco Central. Logo, relatórios sobre o comportamento de agregados macroeconômicos e previsão da inflação como meta intermediária complementam as informações dos agentes.

Assim, pode-se concluir que o regime de metas de inflação envolve o anúncio da meta como objetivo a ser alcançado pela política monetária, através de ajustes na taxa de juros, e a criação de um intervalo para a meta. Além do mais, a defesa de que a política monetária deva se preocupar apenas com a taxa de inflação, ignorando os possíveis efeitos nos objetivos das demais políticas, vai de encontro com a operacionalização dessa nas mãos de um Banco Central Independente, que, livre de amarras políticas, possa focar em manter o nível de preços estáveis (ARESTIS; SAWYER, 2003).

Dessa forma, a política fiscal apresenta um papel secundário dentro desse paradigma, sendo considerada como uma alternativa em situações específicas, desde que não ameace a credibilidade da autoridade monetária, devendo sempre manter as contas públicas sob controle a um nível adequado e estável, com a fixação de regras e o comprometimento com os resultados fiscais, com o objetivo de não criar expectativas de deterioração da situação fiscal ou apresentar sinais de inconsistência intertemporal, de maneira que possa garantir que política monetária seja efetiva e que as demais variáveis econômicas se mantenham estáveis.

Segundo Dos Santos e Lopreato (2016), a defesa de que o escopo da política fiscal deva estar limitado à manutenção da sustentabilidade da dívida e à garantia das condições necessárias para a atuação da política monetária está relacionada a uma série de argumentos teóricos, empíricos e de caráter ideológico que remontam aos pressupostos fundamentais da visão neoclássica.

"A sustentabilidade da política fiscal é entendida como uma necessidade e deve ser assegurada, já que é o pilar de outras variáveis e interage com elas."
(LOPREATO, 2013, p. 57)

A questão da solvência do setor público está intimamente relacionada à sustentabilidade da dívida pública, medida pelo indicador dívida/PIB, devendo o governo, de acordo com o NCM, cumprir a restrição orçamentária para garantir sua estabilidade em relação ao PIB de maneira intertemporal. Diante disso, o superávit primário deve ser ajustado de acordo com o comportamento das variáveis macroeconômicas capazes de influenciar o esforço fiscal (DOS SANTOS, LOPREATO; 2016).

A taxa de câmbio dentro desse arcabouço teórico, por sua vez, deve ser deixada a cargo do mercado, obedecendo um regime de câmbio flutuante, uma vez que a tentativa de administrar esse preço macroeconômico por parte das autoridades seria, segundo Bresser-Pereira (2008), contraditório e contraproducente. Isso porque o regime de câmbio flutuante dentro de um contexto de abertura financeira proporcionaria, em teoria, a estabilização da taxa de câmbio real efetiva e o equilíbrio dos preços domésticos em relação aos preços internacionais (ROSSI, 2015a).

Além disso, por estar inserido em um contexto com elevado grau de incerteza devido à alta volatilidade das variáveis financeiras e de preços das commodities, as regras de rigidez monetária exigem uma taxa de câmbio flutuante, visto que esta é indispensável para se equilibrar o setor externo, uma vez que permite a absorção de choques externos capazes de afetar fortemente a economia doméstica (ROSSI, 2013).

Embora tenha precedido as metas de inflação no tempo, o regime de câmbio flutuante, assim como as metas de superávit primário, apresenta um caráter subordinado à política monetária dentro do regime. Segundo Prates (2015), o papel da política cambial é reduzir a volatilidade da taxa de câmbio no curto prazo, podendo estar subordinado a outros objetivos de política econômica não definidos explicitamente, como, por exemplo, controle da inflação, estímulo à competitividade externa e sustentação da estabilidade financeira.

1.2. Consenso versus Dissenso: críticas ao Novo Consenso Macroeconômico

O Novo Consenso Macroeconômico, uma vez que não se restringe ao campo teórico, buscando, a partir deste, a proposição de políticas macroeconômicas aos *policymakers*, que foram adotadas por diversos países, está sujeito a críticas no que tange aos aspectos teóricos e empíricos.

Do ponto de vista teórico, as críticas se fazem presentes no que se refere a diversos aspectos, a começar pelo seu próprio nome, já que, apesar de ser denominado como Novo Consenso, o referido conglomerado de ideias não está livre de questionamentos.

Segundo Teixeira e Missio (2011), o Novo Consenso Macroeconômico, que busca sintetizar as evoluções recentes em macroeconomia, trata-se, na realidade, de um consenso *mainstream*, visto que este não incorpora os recentes desenvolvimentos teóricos e empíricos da teoria heterodoxa e tem como ponto de partida uma interpretação "reducionista" da economia, seguindo uma metodologia e um conjunto de hipóteses questionáveis teórica e empiricamente.

Não obstante, pode-se afirmar que nem entre os autores proponentes existe um consenso, uma vez que as ideias não estão sintetizadas em um corpo teórico sólido, mas atomizadas na obra de diversos autores, que seguem a mesma linha principal de pensamento, mas não necessariamente concordam integralmente quanto aos aspectos teóricos. Sem contar que a massa teórica do NCM sofreu alterações ao longo do tempo, isto é, apesar de ter surgido a partir de elementos da teoria novo keynesiana, ela incorporou gradualmente elementos monetaristas (MIKHAILOVA; PIPER, 2012).

Se analisada, a equação (2) evidencia que o Novo Consenso se concentra no papel da política monetária em controlar a inflação de demanda e não a de custos. Seus proponentes defendem que a inflação de custos deverá se acomodar ou que choques do lado da oferta são, em média, iguais a zero e não afetam, portanto, a taxa de inflação. Assim, concluem que a inflação pode ser domesticada apenas através da taxa de juros e que existe uma taxa de juros de equilíbrio, a qual é factível e equilibra os mercados de oferta e demanda agregada, além de fazer o produto se igualar ao seu potencial.

Ademais, a equação (2) não apresenta de forma explícita salários, custos e preços de produtos importados, não considerando as possíveis fontes de pressão de custos, a não ser no termo estocástico, sendo que estas costumam ter efeitos duradouros nos períodos subsequentes. A possibilidade de a taxa de juros ser considerada como custo por parte das firmas e levando a um aumento dos preços também não é mencionada.

Quanto à dificuldade de estimação e ajustamento da regra de Taylor, pode-se afirmar que ela pode ser escrita a partir de variáveis difíceis de mensurar, como, por exemplo, as expectativas de inflação, expondo a pobreza do seu ajuste. Além disso, outro ponto a ser considerado é o de que o modelo considera apenas uma taxa de juros, sendo que a alimentação das taxas de juros do Banco Central sobre as de longo prazo é uma questão muito importante.

"Em outras palavras, do ponto de vista da heterodoxia, a proposta de um novo consenso macroeconômico – que em sua essência segue a “velha” interpretação da síntese neoclássica de existência de uma trajetória de equilíbrio de longo prazo sobre o qual a economia se desloca ao longo do tempo, somado a novas interpretações quanto à forma e à influência das políticas econômicas, em especial, da política monetária – padece de inconsistências teóricas e é, em grande medida, a reprodução das questionáveis conclusões da síntese neoclássica dos anos quarenta." (TEIXEIRA; MISSIO, 2011, p. 293)

Do ponto de vista empírico, Arestis e Sawyer (2003) constatarem que, sendo os choques negativos na oferta capazes de desencadear o crescimento da inflação e a queda no produto, dentro do arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico, o Banco Central que segue o regime de metas de inflação tentaria contê-la via aumento na taxa de juros de curto prazo e acabaria, assim, aprofundando a recessão ao deprimir a demanda e aumentar o desemprego.

Ainda que o Banco Central apresentasse estabilidade de preços e de atividade econômica, ele se comportaria de forma semelhante, uma vez que é avaliado de acordo com sua habilidade em fazer a inflação atingir a sua meta, tendo como único instrumento a taxa básica de juros, em detrimento de metas de crescimento do produto.

Disso decorre outra conclusão dos autores acerca das proposições extraídas desse paradigma teórico: a política monetária, que trata-se basicamente do manejo da taxa de juros de curto prazo, pode ser considerada como um instrumento flexível diante do objetivo de estabilização de preços, à medida em que as autoridades podem definir diferentes desenhos para alcançar o mesmo objetivo, mas o fato de a mesma ser o principal determinante da taxa de inflação é um ponto discutível.

O modelo explicita que a expectativa de inflação influencia a inflação corrente e que a taxa de juros continuará a subir enquanto a inflação estiver acima da meta, o que faz com que a simetria na condução da política monetária passe a ser questionável, já que um aumento da inflação se traduz em um aumento mais que proporcional na taxa de juros, mas o inverso não se observa.

Isso porque foi provado empiricamente que existe um constrangimento a mudanças permanentes na taxa de juros: quando a taxa de juros afeta a demanda agregada, isso ocorre através de mudanças substanciais na taxa de investimento, o que significa que variações na taxa de juros tem efeitos duradouros sobre o investimento, que influenciará o estoque de capital; logo, os efeitos da taxa de juros sobre a taxa de inflação são modestos.

De acordo com os defensores do modelo, o regime de metas e a adoção do Banco Central Independente, capazes de dotar as autoridades monetárias de transparência e credibilidade, reduziriam a inflação mais rapidamente ao influenciar as expectativas de inflação corretamente. No entanto, não há evidência suficiente que corrobore com a defesa de que ambos sejam capazes de reduzir a taxa de inflação e é possível observar que os países que não adotaram tal regime têm sido igualmente bem-

sucedidos no controle da inflação, não são obrigados a serem mais transparentes e responsáveis e podem contar com um espaço de manobra para a estabilização do produto muito superior.

Fora isso, no contexto atual de mercados financeiros desregulados e inovadores, o regime de metas não cura distúrbios nos preços dos ativos de bolhas de dívida, não conseguindo atingir seus objetivos por si só, o que pode causar problemas de risco moral nos mercados de ativos, já que as autoridades monetária não dão atenção à subida do preços dos ativos, mas são compelidos a proteger seus valores quando da queda (ARESTIS; SAWYER, 2003).

Na visão de Bresser-Pereira (2008), o Novo Consenso Macroeconômico está inserido no por ele chamado de Segundo Consenso de Washington, o consenso entre os países ricos sobre a estratégia a ser adotada pelos países em desenvolvimento, a qual deve ter como ponto de partida a abertura da conta capital e o crescimento da poupança externa. O autor afirma que esse consenso não é apenas teórico, mas ideológico, uma vez que supõe que todos os países são igualmente capazes de defender seus interesses, e voltado para propostas de reformas institucionais e de política econômica.

A estratégia supracitada, a partir da qual foram desenhadas as políticas que compõe o "tripé macroeconômico", está baseada em três pilares tidos como necessários ao desenvolvimento econômico induzido pelas forças do mercado, que são eles o controle da inflação e das contas públicas, as reformas microeconômicas com vistas a fortalecer o mercado e obtenção de poupança externa para financiar o desenvolvimento (BRESSER-PEREIRA, 2008).

"A abertura da conta de capital permitiria um processo de arbitragem que, em tese, seria capaz de igualar os produtos marginais do capital nas diversas economias, aumentando o bem-estar de países pobres e ricos num possível arranjo ótimo." (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2007)

Apoiando-se nessa estratégia, os países subdesenvolvidos, sob regime de câmbio flutuante, acabaram por administrar para baixo a taxa de câmbio, uma vez que a entrada de capitais (ou poupança externa) tendeu a provocar apreciação cambial, aumento dos salários reais e das importações, ao mesmo tempo em que reduziu as exportações, investimentos e poupança interna. Ou seja, foi possível observar uma substituição de poupança interna pela externa, o que fez com que fosse necessário o controle interno das contas públicas.

Somado a isso, o que se viu foi o aumento da transferência de capital entre os países ricos e a transformação da poupança externa, não em investimento produtivo de maneira automática, mas em maior consumo e endividamento financeiro e patrimonial do país, o que implicou em grandes custos de remessas de lucros e rendimentos para o exterior sem aumentar a capacidade de investir e exportar do país como contrapartida.

1.3. O Novo Consenso Macroeconômico diante da crise de financeira internacional

Nos últimos anos foi possível observar uma revisão dos argumentos do Novo Consenso por parte de seus próprios defensores e de organismos internacionais, principalmente após a crise financeira mundial de 2008 e dos efeitos adversos por ela desencadeados nas economias da Zona do Euro e aprofundados com a adoção das políticas por eles anteriormente defendidas. Esse exercício de revisão pode ser visto em trabalhos como o de Blanchard et al. (2010), de onde foram baseadas as considerações abaixo.

A defesa da manutenção da inflação em patamares baixos e estáveis como objetivo primário, senão único, dos mandatos dos bancos centrais teve origem em um contexto específico observado nos anos 70, onde acreditava-se que a inflação, que apresentava patamares elevados à época, deveria ser preferida em detrimento da atividade econômica.

Os modelos que surgiram nessa época sugeriam que a inflação constante era a política ótima, uma vez que seria capaz de garantir o mínimo desvio do nível do produto em relação do seu potencial, o que, consideradas as imperfeições presentes na economia, tenderia a ser o menor nível de atividade possível.

Dessa forma, a única meta a ser atingida pela política econômica seria a estabilidade de preços e o único instrumento para atingi-la, o manuseio das taxas básicas de juros por parte das autoridades monetárias, visto que tais modelos consideravam a política fiscal menos eficiente devido ao lags de implantação intrínsecos ao processo político e por estar sujeita ao uso discricionário e desconsideravam os efeitos da intermediação financeira sobre a transmissão dos ajustes nas taxas de juros correntes sobre as demais taxas e preços da economia.

Com o advento da crise financeira, os autores chegaram à conclusão de que é impossível que o acompanhamento de um único índice seja suficiente para a tomada de decisões de política econômica, já que desconsidera o comportamento dos preços de alguns ativos, do mercado de crédito e da composição do produto, por exemplo.

Além disso, os patamares baixos apresentados tanto nos índices de inflação como nas taxas de juros das economias avançadas no período imediatamente anterior à crise acabaram limitando o escopo da política monetária, dada a impossibilidade de reduzir ainda mais a taxa de juros, que já se encontravam muito próximas de zero, em um contexto de proximidade com uma deflação.

Quando os efeitos da política monetária tinham alcançado seus limites e a crise já dava sinais da sua longa duração, a política fiscal demonstrou ser uma importante ferramenta de política macro e os autores passaram a defender a importância do espaço fiscal para promoção de políticas fiscais anticíclicas quando necessário, sem que a sustentabilidade da dívida seja colocada em questão.

Com o objetivo de garantir a construção de espaço fiscal para estimular a adoção de políticas anticíclicas, são recomendadas estruturas fiscais de médio prazo, que contenham regras fiscais com cláusulas de escape em casos de recessão e estruturas de gastos baseadas em avaliações de receitas de longo prazo e que estejam alinhadas com o compromisso de redução da relação da dívida em relação ao PIB.

Além disso, os autores reconhecem a importância (e a ausência em seus principais modelos) do patamar das taxas de câmbio, principalmente para os países subdesenvolvidos, tanto na competitividade de sua pauta exportadora quanto nos balanços dos setores públicos e privados em um contexto de abertura financeira e comercial e atestam que tais economias deveriam reconhecer publicamente que a estabilidade da taxa de câmbio faz parte dos seus objetivos de política para fortalecer a transparência e a credibilidade das autoridades.

A disparidade entre teoria e prática também é notada por Krugman (2009), que, em seu esforço de revisão das políticas defendidas pelo Novo Consenso Macroeconômico, conclui que essa teoria está fundamentada em pressupostos muito frágeis.

"As I see it, the economics profession went astray because economists, as a group, mistook beauty, clad in impressive-looking mathematics, for truth. (...) Unfortunately, this romanticized and sanitized vision of the economy led most economists to ignore all the things that can go wrong." (KRUGMAN, 2009, p. 2)

Embora os autores supracitados tenham permanecido restritos à um keynesianismo muito próximo ao *mainstream*, ignorando as alternativas heterodoxas, como o debate pós-keynesiano e o marxista, deve-se salientar a importância do fato de terem levantado os limites e inconsistências deste modelo, considerado por muito tempo como consenso absoluto.

1.4. A adoção do "tripé macroeconômico" no Brasil: contexto histórico

Segundo Freitas e Prates (2001), desde a segunda metade dos anos 1980, inseridos em um contexto de globalização financeira, países centrais e periféricos foram pressionados a liberalizar os sistemas financeiros domésticos e aderir ao princípio da livre mobilidade de capitais. Na América Latina, essa estratégia foi parte integrante das políticas de estabilização, empenhadas no enfrentamento dos efeitos adversos da crise da dívida externa, que visavam principalmente a busca pela convergência da inflação doméstica à inflação internacional.

No caso brasileiro, a estratégia de juros elevados, câmbio valorizado e compromisso com a sustentabilidade das contas públicas garantiu a continuidade das políticas de estabilização e o controle do desequilíbrio externo, desde o lançamento do Plano Real até 1997, em decorrência do contexto macroeconômico favorável e da abundância de capitais especulativos de curto prazo (DOS SANTOS, LOPREATO, 2016).

Como o sucesso das políticas de estabilização doméstica ocorreu às custas da degradação dos fundamentos macroeconômicos e a perda de competitividade internacional, a profusão de recursos externos destinados aos chamados mercados emergentes durante a década de 1990 aliviou apenas temporariamente a restrição externa e de financiamento dos países latino-americanos, não diminuindo sua vulnerabilidade externa, já que continuaram reféns da oferta de capitais estrangeiros e sujeitos a ataques especulativos às suas moedas domésticas.

Assim, as crises do Leste Asiático (1997) e da Rússia (1998) afetaram fortemente a base de investidores nesses mercados e deram origem às crises monetário-cambiais latino-americanas, que forçaram as autoridades monetárias a revisarem a lógica das políticas de estabilização, uma vez que a âncora cambial, apesar de estabilizar a dinâmica inflacionária ao regularizar os reajustes dos bens comercializáveis internacionalmente, contribuiu para a diminuição do estoque de reservas cambiais e o aumento do déficit de conta corrente, o qual era financiado através da manutenção das taxas de juros em patamares elevados, que objetivavam a manutenção dos fluxos de capitais e acabaram impactando negativamente a dívida pública interna.

No caso do Brasil, para fazer frente à crise cambial que se anunciava, o governo anunciou, ainda em 1998, a negociação de um acordo com o FMI e outros órgãos multilaterais para a concessão de empréstimos, além de anunciar o aperto nas políticas fiscal e monetária. O acordo impunha, entre outras coisas, metas para as reservas internacionais líquidas, a dívida externa do setor público não financeiro, para o resultado primário e, a utilizada para critério de desempenho do cumprimento das metas fiscais, a Necessidade de Financiamento do Setor Público.

No entanto, tais medidas não foram suficientes para a reversão das expectativas em torno do país e o consequente retorno dos fluxos de capitais e fim do ataque especulativo contra o real. Diante da impossibilidade de conciliar a manutenção dos patamares do câmbio dentro do regime administrado e das reservas internacionais líquidas no nível imposto pelo FMI, o governo optou por alterar o regime cambial, visando dotar a política cambial de mais flexibilidade com a adoção de um regime de bandas cambiais.

O regime de bandas cambiais não obteve êxito e, após 48h, o governo, não dispondo de mais alternativas, deixou o câmbio flutuar em meados de janeiro de 1999, informando ao público através de um comunicado que deixaria que a taxa de câmbio fosse definida pelo mercado e interviria apenas e pontualmente para conter movimentos desordenados da mesma.

A desvalorização observada após mudança de regime cambial aliada às elevações da taxa de juros promovidas pelo governo colocaram em risco a solvência da dívida pública brasileira e fizeram com que fosse preciso renegociar o acordo com o FMI com o objetivo de alterar o critério de desempenho do cumprimento da meta da Necessidade de Financiamento do Setor Público para o resultado primário, que leva em consideração apenas as receitas e despesas não financeiras, em março de 1999.

Para dotar a política monetária de mais transparência, credibilidade e comprometimento com a manutenção da inflação em patamares baixos e estáveis, foi adotado, em junho de 1999, o regime de metas de inflação. A partir de então, estava formado o “tripé macroeconômico, um regime de política macroeconômica baseado na divulgação de metas de superávit primário e de inflação e na manutenção de um regime de câmbio flutuante.

1.5. A institucionalidade do "tripé macroeconômico": a experiência brasileira

1.5.1. Política monetária

No regime de metas de inflação brasileiro, as metas de inflação são propostas pelo Ministro da Fazenda para o ano corrente e os dois próximos anos e é função do Conselho Monetário Nacional (CMN) a definição dos intervalos de tolerância e o índice de preços utilizado.

Desde a adoção do regime em 1999, a meta de inflação é referenciada em um índice cheio, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que considera em seu cálculo as famílias com renda de até 40 salários mínimo que residem nas maiores cidades do Brasil.

A função do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) é atingir o alvo da meta de inflação, tendo como horizonte de tempo o ano-calendário, através da definição de metas para a taxa de juros básica da economia, a taxa Selic, que vem a ser a taxa de juros dos empréstimos interbancários overnight.

As metas para a taxa Selic são definidas durante as reuniões do Copom e, ao final de cada reunião, é publicada a sua ata, que corresponde a um resumo das discussões e decisões da reunião em questão, enquanto ao final de cada trimestre é publicado o Relatório de Inflação, que tem o objetivo de fornecer aos agentes econômicos informações a respeito das metas e da implementação da política monetária.

O não cumprimento da meta implica na publicação de uma carta do presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda contendo as explicações pelas quais a meta não foi atingida, assim como as estratégias a serem utilizadas e o tempo necessário para que a inflação convirja para dentro do intervalo proposto.

O regime de metas de inflação brasileiro tem como objetivo único a manutenção da estabilidade de preços e não apresenta cláusulas de escape a serem utilizadas em caso de choques na economia.

A definição do conceito de continuidade e flexibilização da política monetária, que será utilizado no próximo capítulo, será fundamentada das seguintes variáveis:

- Quantidade de objetivos, onde a existência de um único objetivo de política é a condição mais rígida e a multiplicidade de objetivos a versão mais flexível;
- Quantidade de instrumentos, onde a utilização de um único (o manejo da taxa de juros) confere mais rigidez e a pluralidade de instrumentos mais flexibilidade;
- Horizonte de tempo estipulado para o cumprimento da meta, onde o ano-calendário é a condição mais rígida e as versões de médio prazo, isto é, dois anos ou mais, mais flexíveis;
- Configuração da meta a ser atingida, sendo a meta pontual a versão mais rígida, a meta pontual com intervalo de tolerância a versão intermediária e a meta de bandas a versão mais flexível; e, por último,
- Cláusulas de escape, onde sua ausência caracterize a versão mais rígida e sua presença, a mais flexível.

1.5.2. Política fiscal

As regras que conduzem a política fiscal no Brasil estão fundamentadas em duas instituições fiscais independentes entre si, porém complementares no processo de elaboração e execução do orçamento e da política fiscal: a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e o regime de metas de superávit primário.

O regime de metas de superávit primário foi instituído em 1999 com o intuito de avaliar o cumprimento de um acordo firmado com o FMI. Segundo Gobetti (2018), considerando a formatação original do regime, trata-se de um instrumento específico e com relativa rigidez, baseado em metas totalmente independentes do ciclo econômico.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, por sua vez, foi promulgada no ano de 2000 e estabelece os princípios e regras a serem seguidas pelas administrações públicas, além de difundir a cultura da responsabilidade fiscal.

Entre os problemas relatados pelo autor no que se refere à LRF estão a ausência de dispositivos adequados ao enfrentamento de adversidades e a ineficácia em limitar as despesas e a dívida mobiliária federal. Em relação às esferas estaduais e municipais, uma possível dispensa do cumprimento de metas fiscais só está prevista para casos de calamidade pública enquanto não existe nenhuma cláusula de escape nos casos de crescimento real baixo ou negativo, apenas flexibilização dos prazos de enquadramento nos limites de endividamento.

Assim, a continuidade ou flexibilização da política fiscal em relação ao governo anterior ao Partido dos Trabalhadores vai depender da evolução das seguintes variáveis:

- Horizonte de tempo estipulado para o cumprimento da meta, onde o ano-calendário é a condição mais rígida e as versões de médio prazo, isto é, dois anos ou mais, mais flexíveis;
- Cláusulas de escape, onde sua ausência caracterize a versão mais rígida e sua presença, a mais flexível;
- Configuração da meta a ser atingida, sendo a meta pontual a versão mais rígida e a meta de bandas a versão mais flexível;
- Dispositivos fiscais (ex. abatimentos da meta, receitas extraordinárias e transferências de resultados de um ano para o outro), onde sua presença indique flexibilidade e sua ausência um quadro de maior rigidez; e
- Ajuste relacionado aos efeitos do ciclo econômico, onde a exclusão no cálculo do resultado dos efeitos provenientes da fase atual do ciclo econômico seja a versão mais flexível e o contrário sua versão mais rígida.

1.5.3. Política cambial

O regime de câmbio flutuante pode ser classificado como flutuação livre (ou “pura”), se não há nenhuma espécie de intervenção no mercado de câmbio por parte do governo e as taxas de juros são fixadas apenas de acordo com os objetivos internos da política econômica, e flutuação administrada (ou “suja”), onde as autoridades procuram influenciar o patamar da taxa de câmbio, ainda que não tenham um alvo específico como em um caso de taxa de câmbio fixa.

Segundo Prates (2015), a utilização do termo “ocasionalmente” para descrever as intervenções no mercado de câmbio no comunicado que instituiu o regime de câmbio flutuante no Brasil sugere a instauração de um regime de câmbio de flutuação livre.

Dessa forma, para definir o conceito de continuidade e flexibilização da política cambial, a ser utilizado na análise presente no Capítulo II, serão consideradas as variáveis abaixo:

- Quantidade de objetivos, onde a ausência de objetivos de política é a condição mais rígida e a presença de um ou mais de objetivos a versão mais flexível;
- Quantidade de instrumentos, onde a utilização de poucos confere mais rigidez e a pluralidade de instrumentos mais flexibilidade;
- Mercados de atuação, onde a atuação em poucos mercados é a condição mais rígida e a atuação em muitos a mais flexível.

Considerações finais

A adoção do regime de “tripé macroeconômico” no Brasil foi fruto das determinações de política presentes no acordo firmado com o FMI ou do arranjo capaz de compatibilizar essas determinações com as limitações da economia no contexto da época.

Sabe-se que esse arranjo encontra seu fundamento teórico no Novo Consenso Macroeconômico, considerada uma síntese das teorias novo clássica e novo keynesianas e que apresenta em seu discurso, de forma implícita, uma visão neoliberal no âmbito da macroeconomia.

Apesar do nome sugestivo, existe uma parcela de autores no debate econômico internacional crítica a esse “consenso”, tanto no que se refere aos pressupostos teóricos nos quais o NCM se baseia quanto na aplicabilidade das sugestões de política dele resultantes em todos os países sem distinção, principalmente em relação as economias emergentes.

A incapacidade dessa teoria de prever e enfrentar os efeitos da crise internacional de 2008 levou os próprios autores a revisitarem os fundamentos de tais teorias, que passaram a defender uma visão mais flexível em relação a versão anterior à crise.

Como o objetivo deste trabalho é analisar o manejo das políticas que compõe o “tripé macroeconômico” no período recente, mais precisamente durante os governos do PT, foi definido nesse capítulo os conceitos de rigidez e flexibilidade a serem utilizados nas análises dos capítulos posteriores.

Capítulo 2: A gestão do “tripé macroeconômico” brasileiro: mapeando o debate

Introdução

A adoção (ou abandono) e o manejo do regime de “tripé macroeconômico” no Brasil vem sendo alvo do debate econômico desde 1999. A discussão, além dos pontos discutidos no Capítulo I acerca da teoria por trás do tripé, isto é, o Novo Consenso Macroeconômico, também abarca questões referentes às especificidades da implementação desse regime de política no Brasil e o seu nível de rigidez em relação à experiência internacional.

O debate brasileiro acerca do tema apresenta duas visões contrastantes: os apoiadores e os críticos ao regime. Os apoiadores, geralmente representados pela ortodoxia, concordam e apoiam-se nos preceitos da teoria do Novo Consenso, principalmente em relação à conquista e manutenção da credibilidade das autoridades através da transparência e da definição de metas e à defesa da estabilidade da inflação em patamares baixos como objetivo central, se não único, da política macroeconômica.

Os críticos, por sua vez, além de discordarem de diversos aspectos da teoria que dá origem ao “tripé macroeconômico”, como a primazia da política monetária em detrimento da política fiscal, a defesa de um objetivo único de política e a disposição de apenas um instrumento para alcance deste, apontam as dificuldades que os países emergentes encontram para equacionar tais políticas em um contexto de mercados globalizados, onde o grau de abertura financeira define o impacto dos ciclos de liquidez internacional sobre os preços-chave do país, reforçando a interação entre as políticas fiscal, cambial e monetária e podendo reduzir o raio de manobra das autoridades (Prates, 2010).

O objetivo desse capítulo é apresentar os argumentos utilizados pelas duas vertentes do debate sobre a gestão do “tripé macroeconômico” no Brasil, isto é, os apoiadores de sua adoção e da continuidade do regime e os críticos à estrutura implementada em 1999, que defendem o seu abandono ou a sua flexibilização.

Para tanto, o Capítulo conta com duas seções: uma dedicada aos argumentos utilizados pelos apoiadores e a outra àqueles empregados pelos críticos do regime de “tripé macroeconômico”. Ambas as seções são subdivididas nas políticas em que o regime está fundamentado: monetária, fiscal e cambial.

2.1. Apoiadores do “tripé macroeconômico” no Brasil

De maneira geral, a defesa do regime de “tripé macroeconômico”, conforme visto anteriormente, carrega a argumentação vista na teoria liberal, onde a frequente intervenção do Estado

não é bem-vinda, uma vez que pode ser utilizada para a satisfação de interesses meramente políticos e de maneira discricionária, causando distorções na economia.

Dessa forma, sua atuação deve ser pautada por regras a serem anunciadas pelas autoridades monetárias, as quais devem se provar comprometidas com os objetivos anunciados para conquistar a credibilidade junto aos agentes econômicos e, assim, criar um ambiente de menor incerteza e de coordenação mais eficiente do processo de ancoragem de expectativas.

O objetivo principal da política macroeconômica é a manutenção da inflação em patamares baixos e estáveis, tida como condição primária para o crescimento econômico, com a utilização da política monetária via manejo de taxa de juros de curto prazo como instrumento único. Nesse contexto, as políticas fiscal e cambial apresentam caráter subordinado, devendo o Estado garantir apenas a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo, de forma que os demais preços-chave da economia sejam definidos pelo mercado.

Em linhas gerais, esses são os principais argumentos utilizados pelos defensores do regime de “tripé macroeconômico” no Brasil, como é possível observar em trabalhos com os de Mesquita (2014), Barbosa-Filho e Pessoa (2014) e Pessoa (2016).

Após um período de continuidade com a política econômica adotada por Fernando Henrique durante a permanência de Antônio Palocci à frente do Ministério da Fazenda do governo Lula (2003-2006), de acordo com os autores, teve início um processo de alteração do entendimento dos policymakers no que se refere ao papel do Estado na economia e, sobretudo, no crescimento econômico.

As frequentes e excessivas alterações na política macroeconômica que seguiram, além de demonstrar a despreocupação por parte do governo com o impacto de tais políticas sobre o nível de incerteza e o ambiente dos negócios, foram interpretadas como descrença na eficiência do mercado e preferência pela intervenção estatal, a exemplo das intervenções realizadas no mercado de câmbio.

Nesse sentido, o advento da crise financeira internacional em 2008/2009 foi compreendido por Guido Mantega como uma oportunidade para a implantação de um novo regime de política econômica com o objetivo de enfrentar as adversidades trazidas pela crise. No entanto, a alteração da política econômica em 2009 ficou limitada à interpretação da relação entre o Estado e a atividade econômica, isto é, o entendimento de que o processo de desenvolvimento econômico deva ser liderado e direcionado pelo Estado (BARBOSA-FILHO; PESSOA, 2014).

Já em 2011, durante a gestão de Dilma Rousseff, a política macroeconômica teria sido marcada pelo “ativismo excessivo”, além daquele justificado pelo cenário mundial no período entre a crise

financeira de 2008 e a crise do Euro, e pela destruição do regime de “tripé macroeconômico” em busca da obtenção de diversos objetivos macroeconômicos através da política defendida pelas autoridades, que ficou conhecida como Nova Matriz Macroeconômica e, segundo os autores, não encontrava grande apoio da sociedade (MESQUITA, 2014).

Abaixo seguem os pontos discutidos por esses autores acerca de cada uma das políticas que compõe esse regime macroeconômico.

2.1.1. Política monetária

Em relação à política monetária, os autores defendem que durante todo o governo Lula, mesmo após a saída de Antônio Palocci do Ministério da Fazenda, foi adotada uma estratégia de continuidade com a política observada no governo FHC.

Isso porque, ainda que o Ministério da Fazenda sob Guido Mantega representasse a adoção de políticas mais heterodoxas no que tange às demais políticas que compõe o regime de “tripé macroeconômico”, a política monetária, a cargo do Banco Central do Brasil, presidido por Henrique Meirelles, continuava circunscrita nas atuações defendidas e propagadas pelo Novo Consenso Macroeconômico.

Em 2009, a política monetária foi flexibilizada em meio à desaceleração no mercado internacional dado o contexto de crise, mas tal atuação foi consistente com o objetivo de convergência da inflação para a meta, visto que esta encontrava-se em patamares mais próximos do centro da meta e acreditava-se que o cenário externo se encarregaria de influenciar a demanda agregada sem a necessidade de promoção de um aperto monetário (MESQUITA, 2014).

A primeira fase do governo Dilma, período que vai de janeiro a julho de 2011, também é considerada como continuidade, uma vez que as mudanças em relação às políticas postas em prática nos anos anteriores foram parciais e, em janeiro, foi retomado o processo de aperto monetário objetivando a convergência da inflação para a meta.

Entre as mudanças adotadas ou que influenciaram a política monetária nesse intervalo de tempo, vale citar as medidas macroprudenciais adotadas em dezembro de 2010 – que visavam frear a expansão do crédito, mitigar riscos sistêmicos e desestimular a demanda agregada por meio do canal do crédito –, o aumento da alíquota de IOF sobre o crédito ao consumidor e a alteração das regras de parcelamento de fatura de cartão de crédito.

De acordo com os autores, a grande inflexão da política monetária ocorreu em agosto de 2011 com a reversão da trajetória da meta anunciada para taxa básica de juros em um contexto de inflação ainda elevada. Tal decisão foi contestada pelos analistas econômicos na época, dado o caráter inédito de mudança de direção em duas reuniões consecutivas e o fato de tanto a inflação corrente como a esperada estarem distantes do centro da meta na circunstância da decisão (MESQUITA, 2014).

A maior tolerância com a inflação e a importância atribuída ao movimento de reversão da meta da taxa de básica de juros são amplamente criticadas pelos autores, uma vez que vão na direção oposta do discurso defendido pelo Novo Consenso Macroeconômico no que diz respeito a inflação baixa e estável como objetivo único, tendo a utilização da taxa básica de juros como instrumento. Isso poderia sugerir a constatação do patamar da taxa de juros como um objetivo macroeconômico do governo, não apenas um instrumento a ser utilizado para controle de inflação.

O insucesso do processo de desinflação concomitante à manutenção da taxa de juros em patamares baixos levou o governo a intervir mais diretamente no sistema de preços como um instrumento secundário de administração da inflação em 2012. Entre as medidas adotadas para impedir o rompimento da banda superior de tolerância da meta e consolidar um ambiente de juros menores no país estão as desonerações tarifárias, como a redução de IPI e PIS/Cofins de alguns produtos e serviços e a desoneração em folha de setores intensivos em mão-de-obra, e o controle artificial de preços administrados, como os subsídios às tarifas de eletricidade e a manutenção do preço dos combustíveis abaixo no padrão internacional para evitar o repasse dos preços aos consumidores.

De acordo com Mesquita (2014), a insustentabilidade intertemporal de tais intervenções fez com que elas apresentassem resultados apenas no curto prazo e deteriorassem as expectativas de médio e longo prazo. Isso porque a subordinação do manejo das taxas de juros a medidas adicionais de controle de inflação, como o represamento de preços, carece de transparência e mina a credibilidade da autoridade monetária, além de atrapalhar a formação de expectativas de inflação.

Assim como previa o autor, grande parte das medidas adotadas para controle da inflação durante o primeiro mandato de Dilma foram revogadas após sua reeleição. O reajuste dos preços da eletricidade e dos combustíveis, assim como o retorno da taxa básica de juros para o patamar compatível com o nível de inflação observado e de acordo com o regime de metas de inflação, são exemplos de medidas adotadas a partir de 2015 e que foram enaltecidas pelos autores defensores do “tripé macroeconômico”, sob a justificativa de reequilibrarem a economia e atenuarem os erros cometidos desde o segundo mandato de Lula (PESSOA, 2016).

2.1.2. Política fiscal

A política fiscal, assim como a política monetária, apresentou, durante o primeiro mandato do presidente Lula e de acordo com os autores, sinais de continuidade com a política adotada pelo seu antecessor.

O ajuste fiscal promovido em 2003, com o objetivo de reverter a trajetória crescente da dívida pública e os ânimos em meio às incertezas quanto à política econômica a ser adotada pelo PT, estava alinhado com a garantia da sustentabilidade da dívida pública e a conquista da credibilidade através do cumprimento de metas e do enxugamento do Estado presentes na teoria do Novo Consenso.

Embora o tratamento dado à política fiscal tenha permanecido constante ao longo do governo Lula I, a partir de 2007, no seu segundo mandato, algumas medidas foram tomadas no sentido de flexibilizar a política fiscal. Entre as citadas pelos autores, estão a possibilidade de abatimento da meta de superávit primário os investimentos realizados no âmbito do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento).

O primeiro governo Dilma é, na visão dos autores, o auge da flexibilização (ou abandono “informal” do tripé). Além das medidas adotadas, a serem descritas a seguir, imperou durante esse período o que os autores consideraram ser a expressão da crença no papel central do Estado na promoção do desenvolvimento econômico.

A política de desonerações fiscais para apenas alguns setores determinados pelo governo e o aumento dos empréstimos aos bancos públicos, entre eles o BNDES, visando o crescimento de seu *market share* e, posteriormente, a utilização da política de precificação daqueles para forçar a redução dos spreads bancários empregados pelos bancos privados são exemplos de intervenções do Estado amplamente criticadas pela ortodoxia e que vão de encontro com a interpretação de funções do Estado observada durante o governo Dilma (BARBOSA-FILHO; PESSOA, 2014).

Em meio às medidas que flexibilizaram a política fiscal dentro do “tripé macroeconômico”, a não obrigação de a União compensar resultados desfavoráveis dos governos estaduais e municipais e a possibilidade de dedução da meta de superávit primário, além dos investimentos dentro do PAC, da renúncia de receitas com a política de desonerações tributárias originou, segundo os economistas citados, uma meta de superávit primária que carece de transparência e simplicidade, sendo considerada de difícil interpretação e também pouco restritiva.

De acordo com Mesquita (2014), não bastassem os custos fiscais das políticas fiscais e parafiscais adotadas, o governo Dilma, durante o primeiro mandato, recorreu a receitas atípicas com

dividendos envolvendo outros órgãos públicos e outras operações contábeis para fazer frente à meta de superávit primário, já revisada para baixo, no ano de 2013.

De maneira geral, as medidas adotadas no período do pós-crise corroboraram para a perda de credibilidade das autoridades no que diz respeito à elaboração de metas e à apuração dos resultados divulgados.

Já no segundo mandato de Dilma, foi possível observar uma reviravolta na política fiscal adotada. Para compensar o não cumprimento da meta de superávit primário em 2013 e 2014, foi promovido em 2015 o “maior contingenciamento de despesas da história”. Além disso, os juros do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) do BNDES foram elevados – e o programa encerrado no final no mesmo ano – e teve início o processo de reoneração tributária, que objetivava a recuperação da arrecadação com o enxugamento da política de subsídios (PESSOA, 2016).

Tais medidas, assim como a inserção no debate de medidas como a limitação dos gastos públicos e a reforma da Previdência, foram aclamadas pelos economistas ortodoxos, uma vez que significavam o retorno da preocupação do governo com o cumprimento da meta de curto prazo, a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo, os ganhos de credibilidade da política fiscal e a redução da interferência do Estado na economia.

2.1.3. Política cambial

A teoria por trás do “tripé macroeconômico” não advoga sobre questões referentes aos objetivos macroeconômicos da política cambial, uma vez que a taxa de câmbio é considerada um preço-chave da economia a ser definido exclusivamente pelo mercado, exceto, segundo o comunicado que instaurou o regime de câmbio no Brasil, em situações pontuais onde seja necessário controlar variações desordenadas na taxa de câmbio.

Durante o primeiro mandato do presidente Lula, os autores sugerem que tenham sido realizadas poucas intervenções no mercado de câmbio, de modo que a gestão possa ser caracterizada como continuidade em relação ao governo anterior, e que o objetivo macroeconômico da política cambial durante esse período tenha sido o acúmulo de reservas cambiais.

No entanto, a partir de 2009, durante o segundo mandato, Barbosa-Filho e Pessoa (2014) sugerem que a política cambial tenha sido alterada de forma que o regime de câmbio tenha passado de “flutuante” para “fortemente administrado”, sendo que em alguns momentos da trajetória seja possível afirmar que vigorava um regime de câmbio fixo, dada a baixa volatilidade da taxa.

De fato, durante o governo Lula II foram implementados controles do fluxo de capitais internacionais e outras medidas tributárias visando disciplinar a entrada de capitais no mercado de renda fixa. No entanto, o governo Dilma II as intervenções se tornaram mais frequentes e passaram a ter outros objetivos macroeconômicos, como influenciar o ritmo de variação da taxa de câmbio, mesmo que não tenha um patamar específico como meta.

Nesse sentido, é válido citar que, além da manutenção dos controles de capitais implementados por Lula, o governo Dilma introduziu em 2011 a cobrança de IOF sobre as operações de vendas de derivativos cambiais visando frear a apreciação da moeda. Com o passar do tempo, as intervenções moderadas no mercado de câmbio promovidas entre a segunda metade de 2011 até a primeira metade de 2013 foram substituídas pelo programa contínuo de oferta de hedge cambial com intervenções diárias (MESQUITA, 2014).

As sucessivas mudanças nas regras dos fluxos de capitais estrangeiros, a frequência das intervenções e a sua natureza (substituição de swaps por swaps reversos, por exemplo), além de demonstrarem a despreocupação dos governantes com a constituição de um cenário de incerteza, sugerem que os objetivos macroeconômicos da política cambial foram alterados ao longo do tempo (MESQUITA, 2014).

A presença constante do governo Dilma no mercado de câmbio foi amplamente criticada pelos autores, uma vez que estes acreditam que interferir no processo de formação de preços que, de acordo com o regime de “tripé macroeconômico”, devem ser determinados pelo mercado não é papel do Estado. Essa prática foi então interpretada por Mesquita (2014) como “ceticismo em relação ao mercado e a preferência pela intervenção estatal”.

2.2. Críticas ao “tripé macroeconômico” no Brasil

Do ponto de vista dos economistas heterodoxos, era esperado que o Partido dos Trabalhadores, ao assumir o poder, fosse capaz de romper com o regime de “tripé macroeconômico”. Dada a opção de Lula em promover a continuidade de tal política em seu primeiro mandato, seria necessário, segundo Bresser-Pereira (2013), romper com a armadilha de juros altos e câmbio apreciado que caracteriza essa política ortodoxa.

Essa política provoca um desperdício da produção atual em relação ao potencial de crescimento da economia e se faz às custas da elevação da dívida pública em relação ao PIB, tendo impacto distributivo favorável aos portadores de títulos de dívida pública e gerando enorme pressão para a

elevação de superávits fiscais primários, isto é, antes do pagamento dos serviços financeiros crescentes da dívida pública (DE PAULA; SARAIVA, 2015).

Além dos estudos empíricos não serem conclusivos a respeito da melhoria de performance que tal política proporciona para os países emergentes em termos de crescimento econômico e inflação, é sabido que esses enfrentam desafios ao adotar essas políticas – em comparação com as economias avançadas –, uma vez que apresentam elevado repasse cambial, a denominação de passivos em moeda externa dá origem ao “medo de flutuar” (ou *fear of floating*, amplamente criticado na literatura ortodoxa internacional) – dados os efeitos das variações cambiais, especialmente desvalorizações, sobre a dívida pública – e a magnitude dos choques sobre a economia faz com que seja mais difícil prever a inflação nesses países (DE PAULA; SARAIVA, 2015).

Para esses autores, a estabilidade de preços é necessária e deve ser garantida através de uma boa coordenação da política econômica, fazendo uso de diversos instrumentos para o combate à inflação, como, por exemplo, política de rendas, revisão dos resquícios de indexação da economia e redefinição das regras de reajustes dos preços administrados.

Além disso, faz-se necessário compatibilizar a busca pela estabilidade de preços com outros objetivos de política, a serem definidos pelos governantes e pela sociedade, como a estabilidade do produto, a estabilidade financeira e a manutenção da taxa de câmbio em patamares competitivos. Citando Bresser-Pereira (2013):

"É ótimo que haja uma meta para inflação, desde que os responsáveis pela política econômica tenham também uma meta de câmbio e uma meta de crescimento, e façam os difíceis compromissos entre essas três metas."
(BRESEER-PEREIRA, 2013, p. 9)

A sustentabilidade da dívida pública no longo prazo é importante, mas sua garantia não deve estar baseada em uma regra fiscal rígida de curto prazo que estimule a atuação pró-cíclica da política fiscal e penalize o investimento público, principalmente durante recessões, dada, segundo a opinião desses autores, sua capacidade de autofinanciamento e de afetar o nível de demanda agregada e emprego corrente.

De maneira geral, os argumentos de que o regime de “tripé macroeconômico” reduz o raio de manobra das autoridades que pretendem outros objetivos de política econômica, o controle da inflação deve ser atingido, mas levando em consideração outros instrumentos além do manejo da taxa de juros,

e a importância dada à compatibilização do objetivo de estabilidade de preços com outros objetivos permeiam boa parte dos trabalhos da parcela crítica do debate acerca do “tripé” no Brasil.

De acordo com esses autores, os apoiadores do “tripé” não acreditam na coordenação do processo de desenvolvimento por parte do Estado, uma vez que o mercado é capaz de alocar os recursos eficientemente, e, por essa razão, defendem a aplicação de um mesmo receituário de política a todos os países visando a garantia da estabilidade de preços, tido como objetivo primordial a ser atingido.

Em contrapartida, os críticos ao “tripé” defendem que o grau de desenvolvimento e a inserção do país em questão no mercado de finanças globalizadas, assim como outras características, importam e devem ser levadas em consideração no desenho do regime macroeconômico. Nesse sentido, este regime é parte integrante no planejamento estratégico do Estado para o alcance de seus objetivos de longo prazo, devendo direcionar a política macroeconômica nesse sentido.

Sendo assim, fica clara a defesa da flexibilização do “tripé macroeconômico” por parte de seus críticos, dada a manutenção desse regime até os dias atuais, para que o regime macroeconômico seja capaz de abarcar todos os pontos levantados acima. Segundo De Conti (2015):

"Ela [a política macroeconômica] deve ser funcional a um projeto nacional, mas não deve jamais ser encarada como 'o' projeto nacional. É um importante instrumento para perseguir objetivos que façam parte desse projeto, mas não deve nunca ser encarada como o único instrumento. E por fim, em função de sua importância, não deve ser cristalizada, mas deve ter a maleabilidade necessária para servir aos propósitos de um país específico, em todas as conjunturas econômicas específicas." (DE CONTI, 2015, p. 9)

Os argumentos utilizados por esses autores acerca de cada uma das políticas que compõe esse regime macroeconômico serão analisados a seguir.

2.2.1. Política monetária

De maneira geral, a parcela crítica ao “tripé macroeconômico” considera a configuração do regime de metas de inflação brasileiro, assim como no caso dos demais países com histórico de inflação elevada, excessivamente rígida, de forma que enfatizem fortemente o cumprimento da meta, independentemente dos custos de convergência.

Eles acreditam que a excessiva mobilidade de capitais de curto prazo reduz a autonomia dos países de perseguir objetivos domésticos de emprego, produto e inflação, principalmente nos países emergentes, que estão comumente sujeitos aos efeitos da integração financeira assimétrica e apresentam fluxos de capitais desproporcionais ao tamanho do seu mercado financeiro (SQUEFF; OREIRO; DE PAULA, 2009).

A maior proporção de comercializáveis na cesta de consumo dos países emergentes comparativamente às economias avançadas somada à volatilidade da taxa de câmbio, estreitamente relacionada ao comportamento dos fluxos de capitais internacionais, faz com que essas economias estejam mais sujeitas a choques de oferta.

Para mitigar esse impasse, alguns países excluem do índice cheio aqueles itens que são considerados extremamente sensíveis a choques de oferta ou cujo comportamento está fora da alçada da política monetária, o que vem a ser chamado de índice de núcleo da inflação.

Segundo Squeff, Oreiro e De Paula (2009), a política de juros como instrumento de estabilização de preços é menos eficaz nos países emergentes, dada a eficiência menor da transmissão da política monetária pelo canal do crédito – explicada pela relação do crédito ao setor privado em proporção do PIB ser muito inferior àquela apresentada pelos países desenvolvidos – e a baixa sensibilidade dos gastos com consumo ao efeito-riqueza, tendo em vista o baixo desenvolvimento do mercado de capitais.

De maneira complementar, Summa e Serrano (2015) defendem que a inflação brasileira, mais especificamente, provém do aumento de custos (e não de demanda), o que faz com que a política de taxa de juros seja operada de forma que o impacto do diferencial de juros sobre a taxa de câmbio nominal seja capaz de influenciar o preço dos insumos e bens comercializáveis em moeda local, além dos serviços com preços administrados pelo governo e serviços de transporte, que vem a ser parcialmente indexados aos preços dos bens comercializáveis.

Dessa forma, sabendo-se que o manejo da taxa de juros está contemplado nas políticas sugeridas pelo regime de metas de inflação devido a sua eficácia no controle da inflação de demanda, no caso brasileiro, onde, segundo os autores supracitados, a inflação é composta basicamente pelo lado da oferta, a política monetária precisa ser mais rígida para gerenciar a demanda agregada e a taxa de sacrifício em termos de crescimento do produto e do emprego da política deflacionária é muito superior.

A influência da elevada volatilidade cambial em conjunto da elevada mobilidade dos fluxos de capitais dos países emergentes, mais especificamente do Brasil, faz com que seja preciso, na visão dos

críticos ao “tripé”, verificar a necessidade de utilização de outros instrumentos de política econômica por parte das autoridades, como algumas formas de controle de crédito e de capitais, por exemplo.

Além disso, tendo em vista que essas economias estão mais sujeitas a sofrerem choques e que choques não previsíveis tendem a apresentar efeitos defasados na economia, a busca pelo cumprimento da meta dentro de horizontes de tempo mais longos é desejável, uma vez que, além de não inviabilizar a credibilidade da autoridade monetária, demonstra maior preocupação destas com os níveis de produto e emprego.

Voltaremos nossa análise à literatura específica da gestão da política monetária durante os anos dos governos do PT no Brasil.

Durante o processo eleitoral em 2002, houve forte especulação contra a moeda brasileira, o que alguns autores sugerem ser decorrente da incerteza quanto aos rumos da política macroeconômica a ser adotada pelo governo do PT (BARBOSA-FILHO; SOUZA, 2010). Essa especulação impactou o patamar da taxa de câmbio, que sofreu uma maxidesvalorização, e, conseqüentemente, a inflação e a dívida pública, dado o elevado repasse cambial da economia brasileira – já citado anteriormente neste trabalho – e a indexação de uma parcela considerável da dívida mobiliária federal ao câmbio.

Segundo Barbosa Filho e Souza (2010), o receituário do regime de metas de inflação nos moldes do governo anterior foi seguido e a política monetária escolhida para fazer frente à situação na qual se encontrava a economia brasileira foi a elevação da taxa de juros.

A recuperação econômica ao longo de 2004 e um possível estímulo à demanda agregada dela resultante foi interpretada pelas autoridades monetárias como uma ameaça à estabilidade de preços e fez com que a partir de setembro de 2004, fosse iniciada uma nova trajetória de aumento dos juros, para evitar o descompasso entre o crescimento efetivo e aquele desejado – e previsto pelos modelos utilizados – pelo Banco Central (BARBOSA-FILHO; SOUZA, 2010).

Assim, é possível verificar, ao longo desse período, que as autoridades monetárias não hesitaram em promover ajustes na taxa de juros diante dos patamares observados ou esperados para a inflação, mesmo que essa opção significasse um dispêndio em termos de crescimento econômico, assim como advogado pelo NCM, e não fizeram uso de nenhum outro instrumento de política monetária, embora tenham se beneficiado da apreciação cambial ocorrida a partir de meados de 2003.

Nesse episódio, fica clara a importância dada pelos policymakers à conquista da credibilidade da política macroeconômica, visto que, tratando-se de uma situação que teve início na incerteza dos mercados acerca da política a ser adotada por Lula, a continuidade das políticas adotadas por FHC, que estavam inseridas em um consenso teórico muito mais amplo, demonstraria o comprometimento das

autoridades com os pilares macroeconômicos, resultando no retorno das linhas de financiamento externo à economia brasileira, o que efetivamente ocorreu de maneira gradual entre 2004 e 2005 (BARBOSA-FILHO; SOUZA, 2010).

A melhora nas condições externas, tanto comerciais quanto financeiras, observadas a partir de 2003, conferiu às autoridades monetárias a capacidade de manter a taxa nominal de juros significativamente acima da soma da *Fed Fund Rate* e o risco-Brasil entre 2004 e 2009, ganhando controle sobre a tendência da taxa de câmbio nominal (SUMMA; SERRANO, 2015).

Dessa forma, o cumprimento da meta de inflação entre 2004 e 2009, com exceção de 2008, foi atingido não apenas através de medidas monetárias – que são capazes de influenciar a taxa de câmbio e a inflação, dado o elevado repasse cambial –, mas também de política de preços, uma vez que mudanças nos mecanismos de indexação de alguns preços monitorados e a alteração da política de preços da Petrobras entre 2004 e 2006 contribuíram para a diminuição do ritmo de crescimento da inflação de administrados, e de medidas fiscais, como o corte dos impostos indiretos sobre o trigo e derivados para atenuar o impacto da elevação dos preços e a redução do CIDE sobre os combustíveis para amortecer o preço do reajuste dos preços na refinaria (SUMMA; SERRANO, 2015) (BARBOSA-FILHO; SOUZA, 2010).

Apesar de o Banco Central não ter sido capaz de apreciar a taxa de câmbio nominal em decorrência da deterioração das condições externas em 2008, a preocupação da equipe econômica com o efeito da manutenção da taxa de juros em níveis elevados sobre o crescimento econômico fez com que a meta da taxa básica de juros passasse a ser reduzida a partir de janeiro do ano seguinte.

É possível constatar, seguindo a lógica utilizada pelos autores, que a política monetária durante o período que vai de 2004 a 2009 apresentou alguns pontos de flexibilização, no que diz respeito à utilização de outros instrumentos de política e à preocupação com os custos da política de convergência da inflação para a meta sobre o produto e o emprego, também representada, conforme observado por Barbosa Filho e Souza (2010), na postura mais cautelosa e na atuação focalizada nos momentos em que a inflação indicava o não cumprimento da meta.

O período 2010-2014 é caracterizado pela manutenção da inflação em patamares muito próximos ao teto da meta. O distanciamento da inflação do centro da meta decorre, de acordo com Summa e Serrano (2015), da “Nova Matriz Macroeconômica” e a opção governamental de não evitar o processo de desvalorização do real, que teve início com o advento da crise do Euro. Ou seja, como o distanciamento é resultado de iniciativas deliberadas por parte do governo, este foi mais tolerante com o efeito dessas sobre a inflação e recorreu a outros instrumentos de política, conforme descrito a seguir.

Em 2010, a forte ampliação do crédito a pessoas físicas e o risco potencial de instabilidade associado ao endividamento das famílias levou o governo a optar pela adoção de medidas macroprudenciais em dezembro de 2010, como, por exemplo, a elevação do adicional do compulsório exigido sobre os depósitos à vista e a prazo e do capital mínimo para operações de crédito a pessoas físicas com prazo superior a 24 meses (salvo exceções), que funcionaram como instrumentos complementares à política monetária contracionista, permitindo a postergação do início da fase de alta da taxa de juros para janeiro no ano seguinte (CAGNIN et al., 2013) (GRUPO DE ECONOMIA/FUNDAP, 2011).

Em 2011, devido às circunstâncias internacionais desfavoráveis, além da opção pela manutenção do câmbio desvalorizado já citada, o Banco Central anunciou a adoção de uma estratégia gradualista de política monetária, pautada no alongamento do horizonte temporal para convergência da inflação para o centro da meta em 2012 (CAGNIN et al., 2013).

Além disso, o cenário de maior incerteza no âmbito internacional fez com que ao final de 2011, o governo tenha apostado em outros instrumentos para estimular a demanda privada, além do manejo da taxa de juros, como a reversão de algumas das medidas macroprudenciais adotadas anteriormente no mercado creditício, redução da alíquota de IOF sobre operações de crédito para consumo, incentivos a estratégias anticíclicas por parte dos bancos públicos para compensar o recuo dos bancos privados e a utilização dos bancos públicos para pressionar a queda dos juros e spreads praticados no mercado de crédito (CAGNIN et al., 2013).

No que diz respeito aos preços monitorados, foi possível observar a atuação discricionária do governo no controle dos preços dos combustíveis e da energia elétrica. Além de zerar as taxas indiretas sobre a gasolina em meados de 2012, o governo subsidiou a energia elétrica após forte redução dos preços da Eletrobras no início do mesmo ano e solicitou a postergação da elevação das tarifas de transporte público à diversos municípios a partir do início de 2013 (SUMMA; SERRANO, 2015).

No período 2010-2014, observa-se que a flexibilização do regime de metas de inflação foi além daquela observada no período anterior, uma vez que os patamares das taxas de câmbio e de juros – e implicitamente o impacto deste último sobre o produto e emprego – parecem ter se tornado objetivos de política e, seguindo essa lógica, a opção pela manutenção da desvalorização cambial levou o governo a utilizar outros instrumentos de política de maneira mais discricionária, a exemplo do represamento de diversos preços administrados, e a ser mais tolerante com o nível de inflação distante do centro da meta.

Logo no início do segundo mandato da presidente Dilma, a política monetária tem sua orientação alterada novamente e boa parte das medidas adotadas nos períodos anteriores são revertidas: os preços dos monitorados são reajustados e o tamanho do choque de oferta proveniente desse reajuste, somado à trajetória do câmbio, faz com que o governo suspenda a busca pela meta de inflação para o ano corrente e, por fim, a taxa de juros voltou a ser reajustada conforme a lógica defendida pelo Novo Consenso.

2.2.2. Política fiscal

Em relação à política fiscal inserida do regime de “tripé macroeconômico”, é importante ressaltar que a sua formatação em metas de superávit primário a serem perseguidas com o objetivo de garantir a sustentabilidade da trajetória da dívida pública, provém de um acordo firmado com o FMI entre 1998 e 1999.

Segundo Gobetti (2018), a adoção de metas fiscais desempenhou um papel muito importante na conquista da credibilidade das autoridades por parte dos agentes econômicos e contribuiu para a constituição de um ambiente econômico mais estável. No entanto, considerando a formatação original das metas de superávit primário é possível caracterizá-las como rígidas e independentes do ciclo econômico.

Além disso, essa estratégia parece ter encontrado seu limite diante dos desafios impostos pela conjuntura atual tanto no que diz respeito ao alcance do controle das finanças públicas – seu objetivo primeiro – quanto à contribuição para outros objetivos, como o crescimento sustentado, por exemplo.

Na visão dos críticos ao “tripé macroeconômico”, a existência de uma meta fixa e que não acompanha o ciclo econômico tende a reforçar a prociclicidade da política fiscal, dando origem a excedentes nas fases de alta e forçando o corte de despesas discricionárias não obrigatórias, como os investimentos, por exemplo, nas fases de baixa é passível de críticas, dado o papel decisivo que o investimento apresenta na teoria keynesiana, principalmente nos momentos recessivos devido a sua capacidade de estimular a demanda agregada.

Quando nos deparamos com a experiência internacional, principalmente europeia, a partir do rompimento da crise financeira internacional em 2008, é possível observar o surgimento de uma nova geração de regras fiscais, dotadas de maior flexibilidade ao longo do ciclo econômico, de forma que os investimentos públicos não sejam penalizados durante as recessões e o Estado não seja obrigado a adotar políticas pró-cíclicas, sem que o objetivo último de sustentabilidade da dívida pública de médio a longo prazo seja abandonado (GOBETTI, 2018).

No caso brasileiro, a flexibilidade não descende de uma reforma estrutural, mas da utilização de artifícios contábeis, inovações parainstitucionais e medidas pontuais utilizadas de forma discricionária, que comprometem não só a credibilidade da autoridade, mas também a transparência da regra fiscal, indo contra os objetivos que pautam sua existência e adoção (GOBETTI, 2018).

Voltaremos nossa análise à literatura específica da gestão da política fiscal durante os anos dos governos do PT no Brasil.

De acordo com Orair (2016), até 2005, as metas de superávit primário foram progressivamente aumentadas e esse processo de ajustamento foi possível graças ao aumento da carga tributária e da queda dos investimentos públicos. A partir de então, a política fiscal teria sido reorientada para uma fase de flexibilização.

Dada a incompatibilidade da “meta cheia” do superávit primário com o crescimento dos investimentos e das transferências de renda, o governo permitiu que o Projeto Piloto de Investimentos (PPI) e, posteriormente, o Projeto de Aceleração do Crescimento (PAC) tivessem seus gastos passíveis de dedução da meta fiscal, o que implicitava a ideia de que alguns investimentos precisariam de tratamento diferenciado devido à sua capacidade de autofinanciamento.

É importante salientar que os critérios de enquadramento desses gastos foram flexibilizados ao longo do tempo, isto é, a possibilidade de dedução foi deixando de ser pautada na rentabilidade dos projetos passando a abarcar praticamente a totalidade dos investimentos e, por fim, os projetos se afastaram os investimentos públicos propriamente ditos (Orair, 2016).

Com o advento da crise internacional em 2008, Dweck e Teixeira (2017) afirmam que o Brasil, assim como outros países, ficou diante de um impasse envolvendo metas fiscais rígidas de curto prazo, modificáveis apenas através do Legislativo, e a necessidade de uma política econômica capaz de responder rapidamente os efeitos da crise.

Nesse sentido, embora a “meta cheia” de superávit primário tenha até então sido cumprida, apesar da possibilidade de dedução, no ano de 2009, dado o contexto de crise internacional, o governo recorreu a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para alterar o patamar da meta. Além disso, em 2009 e 2011, o governo excluiu a Petrobras e a Eletrobras, respectivamente, do cômputo da meta de superávit primário para liberá-las dos constrangimentos fiscais que possivelmente inviabilizariam os seus planos de investimentos (GOBETTI, 2018).

De acordo com Gobetti (2018), a queda gradual do superávit primário foi responsável pela criação do espaço para a ampliação dos investimentos públicos até 2010 e das desonerações tributárias a partir de então. No entanto, conforme salientado por Orair (2016), em 2009 e 2010, quando o governo

fez uso das deduções, ainda que de forma parcial, para cumprir a meta de superávit primário, foi alvo de diversas críticas, sofrendo constrangimentos em relação à destinação do excedente orçamentário para investimentos.

Embora tenha sido realizada alguma flexibilização da banda fiscal, como a possibilidade de abatimentos do cálculo da meta e a não compensação do resultado de estados e municípios no nível federal, essas modificações foram realizadas no âmbito da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e não na regulamentação da meta de curto prazo na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o que fez com que essa flexibilidade fosse fruto de resistência e negociação política (DWECK; TEIXEIRA, 2017).

Entre 2011 e 2014, o espaço fiscal para investimentos públicos foi reduzido em decorrência da manutenção das taxas de crescimento dos gastos sociais em um contexto de reorientação da política econômica, que passou a beneficiar estímulos ao investimento privado sem apresentar resultados muito expressivos e levou à queda de arrecadação (ORAIR, 2016).

Nesse contexto, frente aos obstáculos com o custo político de alteração da meta, o cumprimento desta só seria factível através de i) imposição de contingenciamentos agressivos sobre a parcela das despesas discricionárias passíveis de compressão no curto prazo e/ou ii) utilização de medidas artificiais, como receitas extraordinárias, postergação de pagamentos e ampliação da margem de despesas dedutíveis da meta, para contornar a rigidez da meta fiscal de curto prazo.

Segundo Orair (2016), o período que vai de 2012 a 2014 pode ser considerado um misto dos dois caminhos supracitados. Além dos artifícios contábeis, a partir de 2012, despesas na área da saúde, educação e segurança foram reclassificadas e passaram a compor o PAC e, entre 2013 e 2014, a margem de dedução foi ampliada para contemplar as desonerações tributárias.

Em 2015 e 2016, embora o governo tenha se proposto a cumprir a “meta cheia”, a legislação chegou a ser alterada para incluir deduções referentes a frustração de receitas, quitação de passivos junto a bancos e fundos públicos e pagamento de restos a pagar de investimentos.

Segundo Dweck e Teixeira (2017), a regra que permitia os abatimentos da meta fiscal foi eliminada a partir da LDO de 2016. Embora a possibilidade de remanejamento tenha sido reduzida na Lei Orçamentária Anual de 2016, os autores ressaltam que a possibilidade de remanejamento por meio de ato do Poder Executivo foi um dos argumentos presentes no processo de impeachment de Dilma.

Por fim, o posicionamento desses autores em relação à gestão da política fiscal por parte dos governos do PT do período 2003 a 2016 é sintetizado por Gobetti (2018):

“Estes dispositivos (abatimentos da meta, receitas extraordinárias e transferências de resultados de um ano para outro) têm sido utilizados discricionariamente pelo governo para flexibilizar o regime de metas e possibilitar um mínimo de ação anticíclica diante de diferentes conjunturas econômicas. [...] O problema é que, na prática, esses abatimentos e, principalmente, as operações não recorrentes são tratadas de modo totalmente discricionário e, às vezes, pouco transparente pelo governo, representando factualmente (mesmo que não legalmente) uma situação de falta de regra.” (GOBETTI, 2018, p. 34-35)

2.2.3. Política cambial

O rompimento da crise cambial em 1998 e a escassez de reservas internacionais para manter um patamar fixo de taxa de câmbio levou as autoridades a adotarem o regime de câmbio flutuante. Este regime pode ser subdividido em flutuação livre – sem nenhuma intervenção por parte do governo – e flutuação administrada – onde as autoridades buscam influenciar a taxa de câmbio sem objetivar um alvo específico.

A presença constante do Banco Central no mercado de câmbio leva a suposição da existência do “medo de flutuar” na autoridade brasileira. O “medo de flutuar” é muito comum na literatura acerca dos regimes de câmbio dos países emergentes e decorre, de acordo com Prates (2010) e Pires de Souza (2005), de características como a maior volatilidade dos fluxos de capitais, o coeficiente maior de repasse cambial aos preços domésticos e o descasamento de moedas decorrente do acúmulo de passivos denominados em moeda estrangeira.

Embora a intervenção no mercado de câmbio seja vista pelos autores das escolas que compuseram o Novo Consenso Macroeconômico como algo a ser evitado, visto que é capaz de afetar a “pureza” do câmbio flutuante e causar instabilidade nesse mercado, os autores críticos ao “tripé macroeconômico” são, de maneira geral, favoráveis à política cambial mais ativa.

Por acreditar que o regime macroeconômico deve ser funcional ao projeto nacional, Rossi (2013) elenca quatro razões pelas quais a taxa de câmbio determinada pelo mercado não é obrigatoriamente a mais adequada ao desenvolvimento econômico.

São elas i) a necessidade dos países com pauta exportadora baseada em commodities de amenizar o efeito da volatilidade desses preços sobre o câmbio, dada a influência sobre as receitas e oferta de divisas, ii) a importância de evitar a apreciação excessiva do câmbio decorrente das rendas do comércio exterior e, por consequência, a especialização da economia doméstica na produção de bens primários, iii) a vantagem em neutralizar as distorções temporárias ou conjunturais provocadas pelo

setor financeiro e iv) a existência de distorções financeiras, relacionadas às operações de *carry trade*, que provocam volatilidade e tendências cambiais.

Segundo Prates (2015), existe no mercado de câmbio brasileiro uma assimetria de liquidez existente entre os mercados à vista e de derivativos, a qual decorre da assimetria regulatória entre os dois segmentos, isto é, enquanto no mercado à vista somente um conjunto restrito de instituições bancárias estão autorizadas a manter posições cambiais, no mercado de derivativos todos os agentes podem participar.

O resultado desse descompasso é a formação da taxa de câmbio primeiro no mercado futuro e sua posterior transmissão ao segmento à vista através da arbitragem, o que faz com que a política cambial que se limita a atuar no mercado primário é, além de restrita, inadequada para as especificidades do mercado de câmbio no Brasil. Nesse contexto, por estar sujeito à especulação financeira, é defendida a regulação do mercado de câmbio brasileiro, principalmente no mercado de derivativos a fim de apresentar uma política cambial menos volátil e mais adequada ao desenvolvimento econômico (ROSSI, 2013).

Voltaremos nossa análise à literatura específica da gestão da política cambial durante os anos dos governos do PT no Brasil.

Segundo Prates (2015), a intervenção do Banco Central no mercado de câmbio à vista nos primeiros anos do governo Lula foi praticamente nula, o que poderia ser explicado pelo período necessário à correção da maxidesvalorização ocorrida em 2002, seguido por uma fase de estabilidade da taxa de câmbio até julho de 2004.

A partir de então, o Banco Central voltou a intervir nos mercados de câmbio e a sua atuação, principalmente no mercado à vista, foi marcada pelo objetivo explícito de acumulação de reservas internacionais, sem adicionar volatilidade ao mercado nem influenciar a trajetória e o patamar da taxa de câmbio (PRATES, 2015).

A estratégia utilizada pelo Banco Central foi de intervir no mercado interbancário antes de seu fechamento de maneira a absorver o excesso de dólares a preços vigentes, não objetivando influenciar o patamar da taxa de câmbio. A partir de fevereiro de 2005, os swaps reversos, que equivalem à compra de dólar futuro e à venda de contratos DI, passaram a ser ofertados no mercado de derivativos, com o objetivo de atenuar a apreciação do real. Ambas as estratégias supracitadas não foram capazes de deter a trajetória de apreciação da moeda brasileira, mas provocaram a redução da velocidade desse processo (PRATES, 2015).

Em setembro de 2008, em um contexto de maior aversão ao risco dos investidores globais devido ao aprofundamento da crise financeira internacional, o BC anunciou que interviria no mercado de câmbio através do leilão de dólares com compromisso de recompra, visando prover liquidez em moeda estrangeira. Em outubro, foram retomadas as vendas de divisas e realizados empréstimos em moeda estrangeira direcionados ao financiamento do comércio externo, fazendo uso das reservas internacionais. Além disso, os swaps cambiais reversos foram substituídos pelos swaps tradicionais, mas toda essa atuação se provou insuficiente para deter a desvalorização do real (PRATES, 2015).

O retorno dos fluxos de capitais no início de 2009 em decorrência da expansão da liquidez nos países centrais, a manutenção dos juros destes em patamares baixos e a redução da aversão no mercado global levou o governo a adotar uma série de controles de capitais – alguns deles revisitados ao longo do tempo –, com o objetivo de desestimular a entrada de fluxos de capitais atraídos pelo diferencial das taxas de juros e pelos derivativos cambiais (PRATES, 2015).

De acordo com Rossi (2013), até 2011, a política cambial estava restrita à regulação de fluxos de capitais e intervenções nos mercados de câmbio, à vista e de derivativos. Logo no início de 2011, a imposição do recolhimento de compulsório sobre as posições vendidas de câmbio por parte dos bancos foi capaz de afetar o circuito especulação-arbitragem e alterar a formação do preço do dólar futuro.

Em julho do mesmo ano, a Medida Provisória 539 tornou o CMN a instituição responsável por regular os derivativos cambiais, permitiu a definição, pelo CMN, das condições para negociação de derivativos e impôs a cobrança de IOF sobre as posições vendidas dos agentes no mercado de derivativos (ROSSI, 2013) (PRATES, 2015).

Essas medidas em conjunto com os demais controles de capitais constituíram uma institucionalidade que se mostrou capaz de mitigar a especulação pela apreciação da moeda brasileira e de administrar o patamar da taxa de câmbio com mais eficácia (vide menor volatilidade da taxa de câmbio, desde a adoção do regime de câmbio flutuante, atingida em 2012 entre 04/07 e 12/11) (ROSSI, 2013).

Prates (2015) advoga que essa nova estratégia de gerenciamento dos fluxos de capitais e dos derivativos cambiais faz parte da reorientação de política econômica presente no primeiro mandato de Dilma, que incluiu o patamar da taxa de câmbio e o seu impacto sobre a competitividade externa como meta da política cambial.

Essa reorientação da política econômica, em conjunto com a maior aversão ao risco com o aprofundamento da crise do euro, acabou por desestimular, na segunda metade de 2011, a entrada de fluxos de capitais voláteis atraídos pela apreciação cambial e o diferencial de juros.

Ainda que estas medidas tenham se mostrado eficazes em conter o processo de apreciação cambial e reduzir da volatilidade da taxa de câmbio,

“(...) a eficiência desse aparato regulatório foi restrita a conter a especulação pela apreciação da moeda brasileira e nada dificultou a montagem circuito especulação-arbitragem na direção inversa, no sentido da depreciação do real, estruturado a partir das posições compradas em dólar futuro. Tampouco essas medidas de política cambial assinalaram para uma regulação mais profunda do mercado de câmbio que permita diminuir substancialmente a assimetria de liquidez e a atividade especulativa no mercado futuro” (ROSSI, 2013, p. 14-15)

No decorrer de 2013, ao mesmo tempo em que o cenário internacional apontava para o arrefecimento da política de afrouxamento monetário nos EUA e a taxa de câmbio passa sofrer pressões no sentido da desvalorização, as medidas regulatórias e de controle de fluxos de capital foram desmontadas, sem contrapartida no sentido de controlar a desvalorização.

Considerações finais

Diante da exposição das duas vertentes do debate brasileiro acerca do “tripé macroeconômico”, é possível afirmar que a principal diferença entre elas consiste na interpretação do desenvolvimento econômico e, conseqüentemente, a importância do Estado na economia.

Enquanto para os apoiadores do “tripé” o desenvolvimento econômico apresenta um caráter esvaziado e a garantia da estabilidade de preços é condição primordial para o crescimento econômico liderado pelas forças de mercado, os críticos a esse regime defendem a importância de um regime macroeconômico funcional e alinhado ao projeto de Estado e aos objetivos de longo prazo da economia.

Isso não significa que os autores críticos ao “tripé” sejam favoráveis a discricionariedade ilimitada, a total ausência de regras e diretrizes, muito pelo contrário. O que esses autores defendem, principalmente dentro no mesmo arcabouço do “tripé”, é a flexibilização das regras com vistas a compatibilizar o crescimento econômico, a competitividade externa da indústria nacional, a redução da volatilidade do câmbio e a manutenção do patamar de investimento, por exemplo.

É importante salientar que a parcela do debate brasileiro acerca dessas políticas manteve a defesa pela versão mais rígida defendida pelo Novo Consenso Macroeconômico, mesmo após o advento da crise financeira mundial, indo contra o movimento internacional de *mea culpa* dos autores

pertencentes a essa corrente teórica, que passaram a defender algumas das medidas de flexibilização citadas pela parcela crítica ao “tripé”.

No que diz respeito ao manejo do regime de “tripé macroeconômico” no Brasil, é possível observar uma congruência entre os dois lados do debate no que tange às fases a serem consideradas continuidade e flexibilização, ainda que as opiniões acerca das medidas implementadas durante estas sejam passíveis de discussão.

Capítulo 3: Continuidade ou flexibilização?

Introdução

À luz das definições de continuidade e flexibilização, baseadas na perspectiva teórica por trás do regime de “tripé macroeconômico”, ambas contidas no Capítulo I, e no mapeamento do debate econômico brasileiro acerca do tema realizado no Capítulo II, o presente capítulo tem por objetivo analisar a política econômica do período que compreende de 2003 a 2016, principalmente no que diz respeito às políticas monetária, fiscal e cambial e aos objetivos de política subjacentes, para chegar a uma conclusão no que tange à existência de fases de continuidade e de flexibilização durante os governos do PT.

Para isso, o capítulo está subdividido em cada uma das políticas de compõe o “tripé” e cada seção conterá a descrição e a análise da política dentro de cada um dos conceitos utilizados para definir a gestão macroeconômica no Capítulo I.

3.1. Política monetária

A política monetária é considerada o pilar central do regime de “tripé macroeconômico” e a rigidez do regime de metas de inflação relativamente aos demais países que fazem uso desse sistema é assunto de diversos trabalhos sobre o tema.

No presente trabalho, a análise do regime de metas de inflação brasileiro seguirá o conceito e as variáveis que o compõem, ambos definidos no Capítulo I deste trabalho, sendo estas últimas: quantidade de objetivos, quantidade de instrumentos, horizonte de tempo estipulado para o cumprimento da meta, configuração da meta a ser atingida e a existência de cláusulas de escape.

A seguir a análise estará pautada em cada um desses itens.

Quantidade de objetivos

A defesa de que a política monetária, principalmente dentro de um regime de metas de inflação, só pode objetivar a manutenção da inflação em patamares baixos e estáveis provém da teoria proposta pelo Novo Consenso Macroeconômico.

O comprometimento com um objetivo único é reforçado, segundo o NCM, pela presença de um Banco Central Independente, uma vez que, na ausência de influências políticas, a transparência e credibilidade da autoridade monetária não são ameaçadas.

No entanto, diversos países que adotaram o RMI apresentam mais de um objetivo de política monetária, como a estabilidade do produto, por exemplo. Isso garante uma maior flexibilidade à medida em que alterações na taxa de juros são precedidas de avaliações de impacto em outras variáveis econômicas além da inflação.

Nesse sentido, os autores defensores da teoria proposta pelo NCM, na revisão promovida após o advento da crise do subprime em 2008, defenderam o acompanhamento de diversos indicadores além da inflação para a tomada de decisão, visto que é importante levar em consideração o comportamento dos preços de alguns ativos, do mercado de crédito e da composição do produto.

No Brasil, desde a instauração do regime de metas em 1999, não houve nenhum anúncio formal acerca da alteração e/ou inclusão de objetivos formais da política monetária. No entanto, foi possível observar ao longo dos 14 anos de governo, objetos de análise deste trabalho, que, em alguns pontos da trajetória, as decisões referentes ao manejo da taxa básica de juros ou à possível utilização de outros instrumentos de política não foram pautadas apenas no objetivo de controle da inflação.

Durante os primeiros anos da presidência de Lula, a opção do governo pela continuidade da política monetária, em um primeiro momento para fazer frente aos efeitos que a maxidesvalorização da taxa câmbio em decorrência de um processo especulativo e posteriormente, conforme sugerem alguns analistas, para conquistar a confiança e credibilidade perante os agentes econômicos, fez com que aquele não tenha hesitado em elevar a taxa de juros de acordo com a teoria propagada pelo Novo Consenso, a despeito de seus efeitos sobre os níveis de produto e emprego.

Dessa forma, entre 2003 e 2005, a taxa básica de juros oscilou de acordo com a variação da inflação, ainda que esta pudesse ser explicada por choques de ofertas oriundos dos mais diversos fatores, tais como: clima, problemas relacionados ao atacado e varejo que influenciem principalmente o preço dos alimentos e alterações na taxa de câmbio.

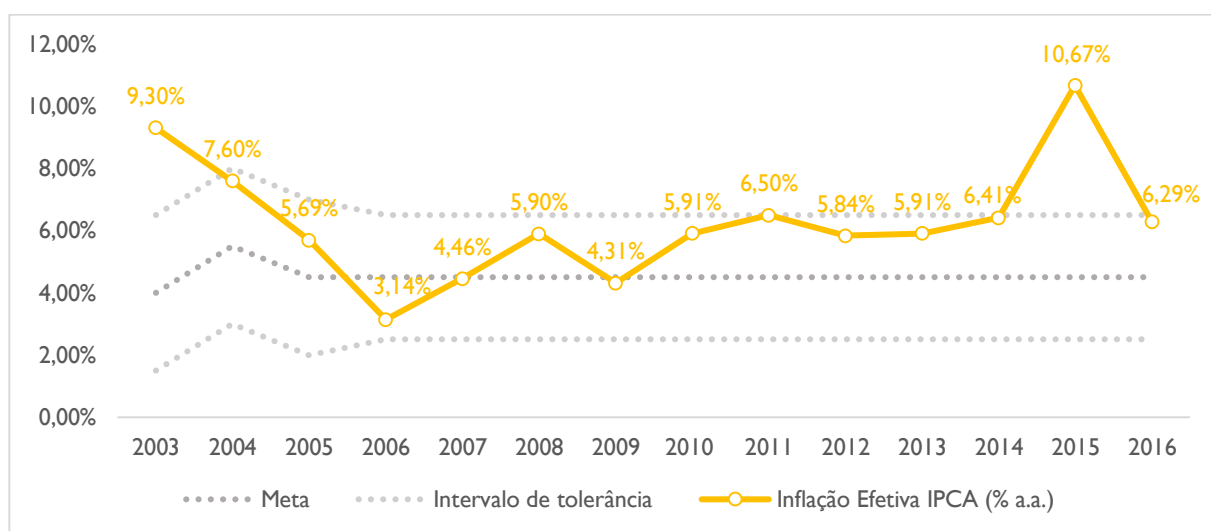
A melhora na percepção de risco relacionada à economia brasileira, acompanhada do fortalecimento das condições externas de comércio e financiamento, fez com que a taxa de juros fosse mantida significativamente acima da taxa de juros composta pela taxa básica de juros estadunidense e o risco-Brasil, aumentando o controle sobre a tendência da taxa de câmbio nominal e, consequentemente, dos bens comercializáveis (SUMMA; SERRANO, 2015).

Nesse sentido, podemos observar no Gráfico 1, que entre 2006 e 2009, com exceção de 2008, o objetivo de manter a inflação em patamares baixos e estáveis – próximos ao centro da meta de inflação –, foi atingido sem maiores dificuldades, graças, segundo Summa e Serrano (2015) às condições externas favoráveis que permitiram que o manejo da taxa de juros nominal resultasse num diferencial

de juros capaz de exercer influência sobre os preços dos bens comercializáveis em moeda local, assim como preços administrados – parcialmente indexados ao preço dos bens comercializáveis.

Entretanto, no período seguinte, entre 2010 e 2014, o patamar da inflação aproximou-se do teto da meta estipulada, conforme ilustrado no Gráfico 1, o que sugere que durante o período assinalado as autoridades monetárias tenham se mostrado mais tolerantes com o distanciamento da inflação do centro da meta e que isso tenha ocorrido em decorrência do preterimento da manutenção da inflação em patamares baixos e estáveis em relação a outros objetivos relacionados ao crescimento do produto e do emprego.

Gráfico 1: Evolução da meta, intervalos de tolerância e inflação efetiva (2003-2016)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Essa maior tolerância pode ser considerada como uma flexibilização do regime de metas de inflação, uma vez que, apesar da condução da política monetária ter continuado pautada por regras, essas foram flexibilizadas para que os intervalos propostos fossem cumpridos, porém sem a obrigação de buscar o centro da meta rigorosamente.

Além disso, em meados de 2011, durante o primeiro mandato do governo Dilma, teve início uma política de corte de taxa básica de juros sem correspondência direta com o patamar do índice de preços – que apresentava níveis distantes do centro da meta tanto em condições de inflação corrente como esperada.

Essa e outras medidas adotadas durante o governo Dilma I podem ser agrupadas na “Nova Matriz Macroeconômica”, termo cunhado posteriormente pelo secretário de Política Econômica do

Ministério da Fazenda à época, que consistia na busca governamental por juros baixos, taxa de câmbio competitiva e consolidação fiscal que não penalizasse o investimento.

Essa flexibilização foi interpretada por alguns analistas como o abandono e substituição do regime de “tripé macroeconômico” e amplamente utilizada como causa principal da desaceleração e recessão econômica verificada anos depois. Vale ressaltar que as medidas tomadas visando o alcance dos pilares dessa matriz, tinham como objetivo último estimular o investimento do setor privado em um contexto de condições externas desfavoráveis diante do impacto da crise financeira mundial e a crise da zona do Euro.

A adoção de medidas macroprudenciais de controle de crédito à pessoa física em dezembro de 2010 e abril de 2011, além de pautada na preferência das autoridades monetárias por medidas alternativas à taxa de juros – abordada com mais detalhes no próximo tópico –, esteve intimamente ligada à busca pelo objetivo de manutenção da estabilidade financeira, visto que a forte ampliação do crédito apresentava riscos potenciais associados ao endividamento das famílias.

A partir de 2015, foi possível constatar a reversão das medidas de flexibilização adotadas durante o período 2011-2014 e a opção governamental pela elevação da taxa de juros para se contrapor aos choques de oferta, que podem ser explicados, em grande medida, pelo reajuste dos preços dos serviços monitorados pelo governo, que vinham sendo represados até então, e o crescimento da inflação de serviços, decorrente das melhores condições do mercado de trabalho conquistadas pelas políticas adotadas ao longo dos anos anteriores de governos do PT.

Assim, é possível afirmar que houve um retorno às políticas adotadas por FHC e em consonância com o receituário propagado pelos autores defensores do Novo Consenso Macroeconômico, assim como no início do governo Lula, onde as decisões referentes ao manejo da taxa de juros – instrumento único – eram pautadas única e exclusivamente no objetivo de estabilidade de preços em patamares baixos.

Quantidade de instrumentos

De acordo com o arcabouço teórico que deu origem ao regime de metas de inflação, a política monetária deve dispor apenas da manipulação da taxa básica de juros de curto prazo como instrumento a ser utilizado para atingir seu objetivo.

Essa questão passou a ser revista pelos defensores do NCM após o rompimento da crise financeira internacional em 2008, quando, em diversos países, principalmente as economias avançadas,

a política monetária encontrou seus limites, uma vez que os níveis de inflação e consequentemente da taxa de juros encontravam-se em patamares muito baixos e o risco de deflação acabou desestimulando as autoridades monetárias a prosseguirem com a política de corte da taxa de juros.

Nesse sentido, a combinação entre política monetária e medidas regulatórias e macroprudenciais passou a ser defendida, já que tais medidas, na visão dos autores, são capazes de afetar diretamente outras variáveis que podem causar distúrbios na economia, como a alavancagem excessiva e a maior inclinação ao risco, por exemplo.

No caso brasileiro, foi possível observar ao longo da trajetória momentos em que o governo fez uso de outros instrumentos de política macro, além do manejo da taxa básica de juros, com o objetivo de influenciar o patamar da inflação.

No primeiro mandato do presidente Lula, observou-se entre 2004 e 2006, algumas mudanças institucionais nos mecanismos de indexação de alguns preços monitorados e a alteração da política de preços da Petrobrás, com o objetivo de promover a desaceleração do ritmo de crescimento da inflação dos serviços monitorados.

Durante o período 2007-2008, o governo abdicou de receitas provenientes de impostos e contribuições como forma de contrarrestar os efeitos de choques de oferta sobre a inflação. Entre essas medidas, é possível citar o corte dos impostos indiretos sobre o trigo e derivados e a redução do CIDE sobre os combustíveis.

Ao final do segundo mandato de Lula e início do mandato da presidente Dilma, foram adotadas medidas macroprudenciais, que objetivavam arrefecer a demanda agregada através do arrefecimento da expansão do crédito, principalmente aquele voltado para o consumo, criando o espaço necessário para posterior redução da taxa de juros.

Entre as medidas adotadas, é possível citar a elevação do compulsório bancário sobre os depósitos à vista e a prazo, o aumento do capital mínimo para operações do segmento voltado à pessoa física com prazo maior que 24 meses e a elevação da alíquota de IOF sobre as operações de crédito pessoa física.

A flexibilização dos instrumentos utilizados para controle da inflação, que passou a abarcar medidas macroprudenciais como elemento secundário de política monetária, começou a ser revertida no final de 2011, em um contexto de maior incerteza do cenário internacional e de opção do governo em contar com a expansão do mercado de crédito como forma de estimular a demanda agregada.

Além das medidas supracitadas e a redução da taxa básica de juros, o governo Dilma também lançou mão de incentivos ao crescimento da oferta de crédito por parte dos bancos públicos, visando compensar a retração do crédito do setor privado em um cenário de maior incerteza, e a utilização de uma política de precificação mais agressiva nessas instituições como forma de criar um constrangimento nos bancos privados no sentido de reduzir os juros e spreads praticados até então.

Desde então, o governo passou a atuar de forma discricionária e agressiva no controle dos preços de combustíveis, transporte público e energia elétrica. Dentre as medidas adotadas estão a redução de taxas indiretas sobre a gasolina, os subsídios oferecidos aos produtores e consumidores de energia elétrica e o adiamento do reajuste da tarifa de transporte público.

O represamento dos preços monitorados foi revertido no início de 2015 e este reajuste resultou em um choque de oferta de grande magnitude, que, ao impactar diretamente os custos do setor industrial e de serviços, estimulou o reajuste de preços desses setores para fins de recomposição de margem de lucro, sem contar com o considerável grau de indexação da economia brasileira, que também contribuiu para a propagação dos choques e a presença de efeitos defasados sobre a economia.

Além o reajuste dos preços administrados, o período considerado como retorno à política de continuidade com a gestão pura do “tripé macroeconômico” também contou com a elevação da taxa de juros, que, apesar de ter sido eficiente em promover a desaceleração da inflação de demanda, não foi suficiente para fazer frente à inflação de monitorados, o que fez com que a inflação do ano fechasse em um patamar muito acima do teto da meta estipulada para 2015 (Gráfico 1).

Horizonte de tempo estipulado para o cumprimento da meta

O horizonte de tempo em que os policymakers serão avaliados quanto ao cumprimento da meta de inflação previamente estipulada deve levar em consideração a possibilidade de a economia ser atingida por choques e garantir um intervalo de tempo médio necessário para que o Banco Central seja capaz de enfrentá-los e fazer com que o índice de preços convirja para a meta novamente sem que sua credibilidade seja ameaçada.

Na maior parte dos países que adota o RMI, o horizonte da meta é um prazo médio, isto é, um período superior a 2 anos ou então um período móvel, que permite divergências de curto prazo entre a meta e os choques que afetam a economia, uma vez que consideram que choques não previstos têm efeitos defasados na economia.

No caso brasileiro, no momento da instauração do RMI, instituiu-se um horizonte de tempo de um ano para que o Banco Central cumpra a meta. Desde então, a institucionalidade do regime de metas de inflação não sofreu alterações por parte dos sucessores de FHC no sentido de alterar o horizonte de tempo de maneira definitiva, o que implica na maior rigidez desse regime e na necessidade de uma resposta muito rápida por parte do BC na presença de choques, podendo apresentar efeitos colaterais negativos sobre os níveis de produto e renda.

Configuração da meta a ser atingida

A configuração da meta de inflação a ser atingida é uma variável importante, visto que é utilizada para avaliar o compromisso e a credibilidade da autoridade monetária do regime de metas de inflação.

Quando nos atentamos à experiência internacional do regime de metas de inflação, é possível constatar a presença de três arranjos possíveis para meta de inflação: meta pontual, meta pontual com intervalo de tolerância e meta com bandas.

No Brasil, o arranjo escolhido na época da adoção do regime de metas de inflação foi a meta pontual com intervalo de tolerância, que vem a ser considerada como uma versão intermediária da escala de rigidez, e não sofreu alteração desde então.

Cláusulas de escape

As cláusulas de escape concedem à autoridade monetária maior transparência na presença de choques e outras adversidades que distanciem a inflação do alvo da meta, fazendo com que, muitas vezes, a credibilidade da política monetária não seja colocada em pauta dado que o quadro institucional vigente reconhece a possibilidade de choques desse tipo afetarem a economia.

No caso brasileiro, desde a sua adoção até o término do período analisado nesse trabalho (1999-2016), a institucionalidade do regime de metas de inflação não incluía a possibilidade de a autoridade recorrer a cláusulas de escape em situações de adversidade.

3.2. Política fiscal

No que diz respeito à política fiscal, pode-se dizer que nos governos dos Partidos dos Trabalhadores, tanto no governo Lula quanto no governo Dilma, foram realizados esforços no sentido de conceder ao regime de metas de superávit primário maior flexibilidade.

No entanto, tendo em vista a experiência internacional de metas fiscais, principalmente o esforço que foi realizado após o rompimento de crise financeira internacional em 2008, é possível afirmar que a flexibilização da meta fiscal brasileira apresentou magnitude muito inferior àquela promovida por outros países, como os países da União Europeia e o Reino Unido, por exemplo.

Iniciaremos a análise da política fiscal, com base em cada um dos tópicos levantados no conceito de continuidade e flexibilização definido no Capítulo I.

Horizonte de tempo estipulado para o cumprimento da meta

O horizonte temporal definido para mensurar o resultado da meta fiscal é uma variável muito importante e deve ser posta em discussão, uma vez que, sendo o objetivo maior da política fiscal dentro do arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo, se o prazo definido for curto demais pode induzir as autoridades a recorrerem alguns tipos de políticas extraordinárias e artifícios contábeis em momentos de reversão do ciclo econômico para garantir o cumprimento da meta e, do caso contrário, se a meta for longa demais, é possível que coloque em xeque a credibilidade e o compromisso do governo em questão no que tange a solvência do setor público.

Em relação ao horizonte temporal da meta de superávit fiscal brasileira, é possível observar que, desde a implantação do regime de metas fiscais em 1999, durante o governo FHC, até a saída do Partido dos Trabalhadores no poder no ano de 2016, as metas foram impostas para o período de um ano, um prazo relativamente curto tendo em vista o regime adotado por outros países.

Configuração da meta a ser atingida

A adoção de um sistema de bandas para as metas fiscais confere à política fiscal o espaço necessário para que seja feita a escolha da adoção de impulsos expansionistas ou contracionistas, a depender da conjuntura econômica, sem que a meta seja deixada de lado.

No caso brasileiro, ao longo do período analisado, a meta de superávit primário divulgada tratava-se de um patamar, que corresponde a um limite mínimo a ser atingido em determinado ano. A forma utilizada para mensurar a meta foi alterada com o passar do tempo: ora a meta era denominada em percentual do PIB ora em valores nominais.

No entanto, a possibilidade de abatimento da meta de algumas despesas, como investimentos e desonerações tributárias, configurou-se, na prática, como uma banda na meta de superávit primário, uma vez que a alteração da meta de superávit primário para o teto após todos os tipos de deduções permitidas como balizador da política fiscal só o modificaria parcela dedutível executada, uma vez que o montante passível de dedução já estava determinado (Tabela 1).

Tabela 1: Metas e valores realizados do superávit primário do setor público (2003-2016) (em % do PIB)

Ano	Meta de superávit primário (A)	Margem de dedução do PPI/PAC (B)	PPI/PAC executado (C)	Teto de superávit pós-dedução (D=A-B)	Superávit realizado (E)	Excedente (F=E-D)	Ampliação da margem de deduções (G)	Teto de superávit pela legislação (H=D-G)	Fundo Soberano e cessão onerosa (I)
2003	4,25	-	-	4,25	4,37	0,12	-	4,25	-
2004	4,25	-	-	4,25	4,58	0,33	-	4,25	-
2005	4,25	0,14	0,06	4,11	4,83	0,72	-	4,11	-
2006	4,25	0,15	0,14	4,10	4,37	0,27	-	4,10	-
2007	4,25	0,20	0,23	4,05	4,50	0,45	-	4,05	-
2008	3,80	0,48	0,27	3,32	4,56	1,24	-	3,32	-0,49
2009	2,50	0,90	0,57	1,60	2,05	0,45	-	1,60	-
2010	3,30	0,67	0,65	2,63	2,07	-0,56	-	2,63	0,94
2011	3,30	0,84	0,74	2,46	3,38	0,92	-	2,46	-
2012	3,10	0,90	0,87	2,20	2,05	-0,15	-	2,20	0,27
2013	3,10	0,88	0,89	2,22	1,82	-0,40	0,42	1,80	-
2014	3,10	1,07	1,07	2,03	-0,60	-2,63	Sem limite	Sem teto	-
2015	-0,85	-	0,82	-0,85	-1,92	-1,07	1,18	-2,03	0,01
2016	0,50	0,15	nd	0,35	nd	nd	1,23	-0,88	-

Fonte: Orair (2016), a partir das informações dos Anexos de Metas Fiscais das Leis de Diretrizes Orçamentárias.

Cláusulas de escape

As cláusulas de escape são muito importantes para que as autoridades consigam lidar melhor com situações emergenciais, a exemplo de crises econômicas, onde frequentemente, na ausência de tais cláusulas, são realizados esforços enormes no sentido de reduzir o nível de gastos públicos para compatibilizar a redução de receita com a meta estipulada, os quais, na maior parte das vezes, acabam

se provando contraproducentes, uma vez que, por serem pró-cíclicos, tendem a aprofundar a crise econômica.

Assim como no caso do horizonte de tempo estipulado para o cumprimento de meta, não foram observadas quaisquer alterações nas regras fiscais visando a inclusão de cláusulas de escape desde o momento em que o regime de superávit primário entrou em vigor.

No entanto, é possível observar na Tabela 1 que a meta de superávit primário passou a ser reduzida a partir de 2008, de forma a conceder às autoridades maior flexibilidade na gestão da política fiscal, principalmente no enfrentamento dos efeitos da crise financeira sobre a economia brasileira através de políticas anticíclicas, sem que o objetivo de sustentabilidade da dívida pública de longo prazo fosse abandonado.

Essa flexibilização implícita a importância dada pelo governo, durante esta fase e inserido em um contexto de crise, ao investimento público e os demais gastos governamentais no estímulo à recuperação da demanda agregada e do nível do produto em um ritmo mais rápido do que aquele observado em atuações pró-cíclicas, onde a austeridade promoveria, seguindo essa lógica, um círculo vicioso que necessitaria de novos e sucessivos esforços de ajustes fiscais para que a meta fosse cumprida.

Dispositivos fiscais (ex. abatimento da meta, receitas extraordinárias, transferência de resultado de um ano para o outro)

A utilização de dispositivos fiscais é um tema controverso no debate econômico atual. A frequente falta de transparência, discricionariedade e complexidade que alguns dispositivos apresentam dificultam o seu entendimento pelo público em geral e minam a credibilidade das autoridades em relação ao objetivo de sustentabilidade da dívida no longo prazo.

No Brasil, durante o período analisado neste trabalho, as autoridades fizeram o uso de vários desses dispositivos com o intuito de flexibilizar e facilitar o cumprimento da meta em momentos de maior dificuldade. São alguns exemplos a dedução de investimentos do cálculo do resultado primário, a utilização de receitas não recorrentes e a transferência de resultados de um ano para o outro. Falaremos de cada um deles separadamente a seguir.

A possibilidade de deduzir os investimentos públicos do cômputo do resultado fiscal é considerada por parte da literatura disponível sobre o tema como uma medida louvável, uma vez que

permite que, pelos menos em parte e conforme proposto pela teoria de Keynes, o orçamento corrente possa ser avaliado em separado ao orçamento de capital.

Isso porque o investimento é tido como um componente muito importante da demanda agregada e é essencial que ele seja mantido, principalmente durante períodos de desaceleração e recessão econômica, e financiado pela esfera pública para compensar a queda dos investimentos privados.

Segundo a teoria de Keynes, o orçamento corrente deveria se equilibrar, isto é, as receitas correntes, provenientes principalmente da arrecadação, deveriam ser suficientes para cobrir as despesas correntes. Há exemplos na literatura empírica alinhados a esses argumentos: na União Europeia, por exemplo, as metas fiscais são expressas líquidas de receitas não recorrentes e efeitos do ciclo econômico para que se consiga avaliar com mais clareza o impacto da ação discricionária do governo (GOBETTI, 2018).

Nos casos onde não é viável a dedução dos investimentos da meta fiscal, é comum que o cumprimento da meta se dê através de uma política fiscal contracionista, que comumente penaliza projetos de investimento, dada presença de vinculação de receitas dentro do orçamento público.

No entanto, é importante salientar que esse dispositivo apresenta desvantagens relacionadas à definição do conceito de investimento a ser deduzido, visto que há um risco de manipulação contábil das despesas (GOBETTI, 2018).

No caso brasileiro, medidas nesse sentido foram vistas no primeiro governo Lula, em 2005, quando o governo excluiu do cálculo do resultado primário os investimentos que compunham o Projeto Piloto de Investimentos (PPI) e foram escolhidos pela avaliação da rentabilidade e da capacidade de se pagarem ao longo do tempo.

O segundo mandato do presidente Lula foi marcado pela adoção de outras medidas nesse sentido. Em 2007, o conjunto de gastos passíveis de dedução passou a incluir aqueles anunciados do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e, em 2008 e 2009, a Petrobrás e a Eletrobrás, respectivamente, foram retiradas do cálculo primário, o que permitiu a execução de investimentos por parte destas empresas sem esbarrar nas limitações provenientes da meta de resultado primário.

Segundo Gobetti (2018), a possibilidade de dedução perdeu a vinculação com a rentabilidade do projeto envolvido e foi ampliada para diversos investimentos e despesas indiretamente ligadas à formação bruta de capital fixo, entre eles o Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV).

Já durante o primeiro mandato de Dilma, em termos de abatimento de meta, escopo das deduções da meta foi ampliado para abarcar as desonerações fiscais e a União deixou de ser obrigada a compensar o resultado dos estados e municípios.

Além disso, o governo também se utilizou de outros dispositivos fiscais. As receitas extraordinárias e transferências de resultados de um ano para o outro, por sua vez, podem ser interpretadas, na maior parte das vezes, como sintomas da existência de metas fiscais rígidas.

Isso porque, diante da dificuldade de se cumprir a meta, os governantes são estimulados a fazer uso de tais dispositivos e outros considerados “contabilidade criativa” de forma discricionária, o que reduz a transparência da política fiscal e pode ocasionar a perda de credibilidade das autoridades.

Em relação às receitas extraordinárias, também sob o comando de Dilma, o governo federal antecipou, em 2012, receitas de dividendos que receberia posteriormente por parte da Caixa Econômica e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

No que diz respeito à transferência de resultado de um ano para o outro, foi criado em 2008, durante o segundo mandato do presidente Lula e em um contexto de crise em âmbito internacional, o Fundo Soberano do Brasil (FSB), fundo o qual recebeu um aporte de R\$14bi no momento de sua criação e tinha por objetivo o fornecimento de recursos para momentos de dificuldades econômicas. Em 2012, durante o primeiro mandato de Dilma, o governo fez uso de R\$12,4bi do FSB para garantir o cumprimento da meta de superávit.

Apesar da inclusão dos investimentos públicos nos gastos permitidos para abatimento da meta de superávit primário ser vista com bons olhos pelos autores críticos ao “tripé macroeconômico”, a sua execução no caso brasileiro, tendo em vista a fragilidade do mecanismo de diferenciação de investimentos prioritários e o fato de que a alteração não estar refletida nos termos que regulamentam a meta fiscal, é passível de críticas por esses autores.

Os demais dispositivos fiscais supracitados, assim como a execução insatisfatória do abatimento da meta são criticados por ambos os extremos do debate em decorrência da falta de transparência e da elevada discricionariedade, que fazem com que tais medidas deixem servir ao propósito de definição de critérios técnicos e métricas adequadas.

Ajustes relacionados ao ciclo econômico

A demonstração dos resultados fiscais ajustados ao ciclo econômico corrobora para a disciplina fiscal, uma vez que estimula a execução simétrica da política orçamentária ao longo do ciclo econômico.

Tendo em vista o objetivo de longo prazo de sustentabilidade da dívida pública, é importante que a política fiscal disponha de margem de manobra para a implementação de políticas anticíclicas nas fases desfavoráveis do ciclo econômico para garantir uma reversão do ciclo mais rápida e sem colocar em risco a solvência do setor público.

No entanto, no caso brasileiro, nem durante a concepção do regime de metas de superávit primário e nem ao longo dos 17 anos seguintes foram instituídos ajustes no cômputo da meta que apartassem os efeitos do ciclo econômico sobre o resultado fiscal.

De acordo com Gobetti (2018), a Lei de Responsabilidade Fiscal só prevê a dispensa da União, estados ou municípios do cumprimento da meta de superávit primário em caso de calamidade pública. Para os casos de baixo crescimento, não está prevista nenhuma cláusula de escape, apenas flexibilização nos prazos de enquadramento nos limites de endividamento e gasto com pessoal.

3.3. Política cambial

Em relação à política cambial, é possível afirmar que seus objetivos e a eficácia das intervenções no mercado de câmbio repousam sobre um conjunto de fatores, como, por exemplo, a fase do ciclo de liquidez, o grau de abertura financeira, o nível de repasse cambial para os preços domésticos e a assimetria regulatória entre os segmentos do mercado de câmbio brasileiro.

Segundo Prates (2010), a fase do ciclo de liquidez exerce influência sobre a política cambial inserida em um regime de câmbio flexível nas economias emergentes, dentre elas a economia brasileira, devido ao elevado grau de abertura financeira. A autora sugere que a política cambial no Brasil é condicionada externamente pelo ciclo de liquidez internacional e interna e estruturalmente pelo grau de abertura financeira.

Nesse sentido, as fases do ciclo de liquidez, que sujeitaram a gestão da política cambial brasileira, podem ser subdivididas em quatro períodos: i) 1999-2002, período marcado pela escassez de fluxos de capitais para países emergentes, ii) 2003-2007, fase marcada pela abundância de liquidez internacional e baixa aversão ao risco, iii) 2007-2008, reversão da fase anterior devido ao efeito contágio do aprofundamento da crise financeira e elevada aversão ao risco, iv) 2009-2012, retorno dos fluxos de capitais e redução da aversão ao risco em decorrência das políticas de afrouxamento monetário das economias avançadas e a conquista do grau de investimento por parte das agências de rating e v) 2013-2016, período marcado pelo crescimento da aversão ao risco decorrente a eclosão da crise da dívida pública europeia e pela perda do *investment grade* brasileiro (PRATES, 2015) (OLIVEIRA, 2015).

Além disso, a formação da taxa de câmbio no Brasil é altamente relacionada ao mercado de derivativos, visto que a assimetria regulatória entre os segmentos à vista e de derivativos – isto é, a formação de posições cambiais estar restrita apenas aos bancos autorizados no primeiro e aberta a qualquer agente no último – em conjunto com a abertura do mercado de derivativos aos investidores estrangeiros determinam a maior liquidez e profundidade do mercado de derivativos em detrimento do segmento à vista, principalmente em um contexto de regime de câmbio flutuante e de diferencial de juros interno e externo elevado (PRATES, 2015).

Isso faz com que a taxa de câmbio seja formada no mercado futuro e transmitida ao mercado à vista através de operações de arbitragem realizadas pelos bancos que podem atuar em ambos. Ou seja, a assimetria regulatória reforça os canais de transmissão entre a tomada de decisão de investimento de agentes estrangeiros, a taxa de juros e a taxa de câmbio nominal (PRATES, 2015).

Isso posto, a análise do regime de câmbio flutuante, com base no conceito definido no Capítulo I deste trabalho, será subdividido nas variáveis: quantidade de objetivos, quantidade de instrumentos e mercados de atuação.

Quantidade de objetivos

Segundo Prates (2015), o regime de câmbio flutuante brasileiro carece de documentos a seu respeito. Além disso, nenhum dos escassos documentos apresenta a definição dos objetivos macroeconômicos da política cambial sob esse regime.

Este pode estar submetido a diferentes objetivos macroeconômicos, como, por exemplo, controle da inflação, competitividade externa, estabilidade financeira e redução da vulnerabilidade externa. Porém, no parecer da autora, os objetivos macroeconômicos não permaneceram constantes desde a alteração do regime de câmbio em 1999.

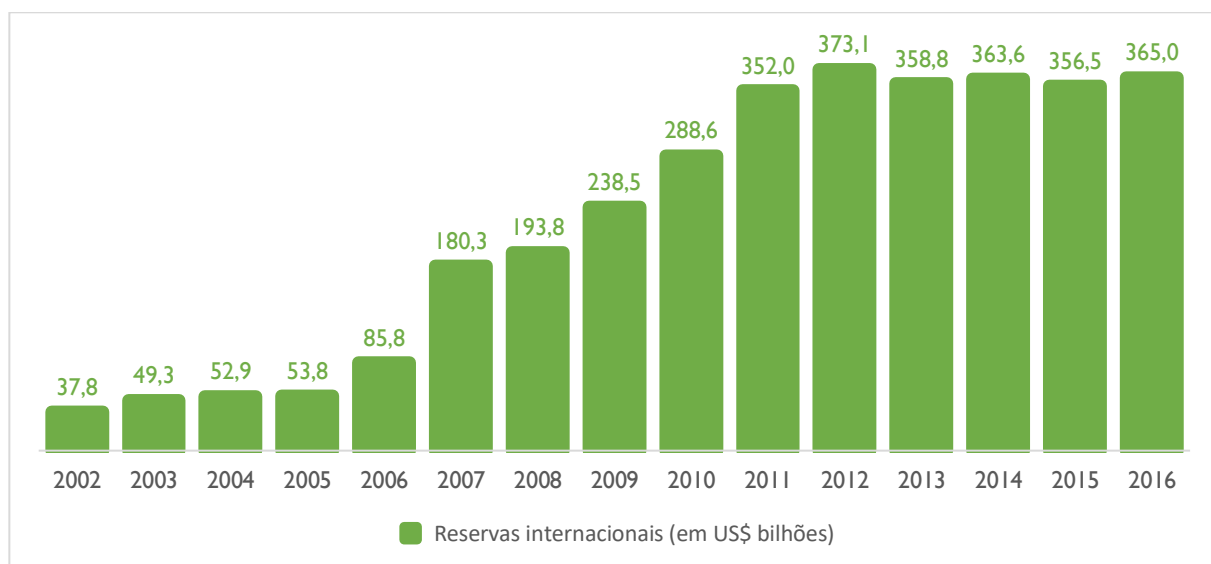
De acordo com Prates (2010), os objetivos da gestão FHC sob o regime de câmbio flutuante consistiam em atenuar a desvalorização cambial para auxiliar a política monetária (controle da inflação) e garantir a estabilidade financeira.

Fernando Henrique dispunha de graus muito limitados de intervenção em decorrência, além do contexto internacional distinto, das imposições inseridas no acordo de dívida firmado com o FMI, as quais proibiram o governo de atuar no mercado de derivativos de câmbio e, ao definir um piso para o nível de reservas internacionais líquidas, restringiram o volume passível de ser utilizado nas intervenções no mercado à vista (PRATES, 2010).

No que diz respeito à gestão dos governos do PT, é possível constatar durante a fase 2003-2007 que o objetivo de controle da inflação foi mantido, sendo possível constatar que governo foi conivente com a trajetória de apreciação cambial posterior à maxidesvalorização ocorrida em 2002, sendo beneficiado pelo impacto positivo dessa sobre o nível de preços domésticos.

Além disso, a reversão do ciclo de liquidez durante o governo Lula, concomitante à elevação dos preços internacionais das commodities, concedeu às autoridades um raio de manobra maior para intervir nos mercados de câmbio. Isso porque tais fatores acabaram impulsionando o setor exportador brasileiro, o que, por sua vez, tornou possível o acúmulo de reservas cambiais a partir do final de 2005, conforme observado no Gráfico 2.

Gráfico 2: Evolução das reservas internacionais (em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Dessa forma, constata-se que, em relação ao seu antecessor, Lula conseguiu avançar em termos de redução da vulnerabilidade externa, fazendo disso um objetivo macroeconômico graças ao contexto externo favorável, uma vez que, além da estratégia de acumular reservas, também buscou reduzir a parcela da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio.

Em relação ao objetivo de garantir a estabilidade financeira, para o qual o acúmulo de reservas internacionais também contribui, o governo apostou em medidas visando reduzir a volatilidade e evitar movimentos desordenados na taxa de câmbio, como a mudança na regulamentação acerca das

operações dos bancos no mercado de câmbio com vistas a desestimular operações de arbitragem do tipo *carry trade*, por exemplo.

Na fase seguinte, que abarca o período entre 2007-2008, os objetivos macroeconômicos observados se mantiveram alinhados àqueles vistos na fase anterior, isto é, controle da inflação, estabilidade financeira e redução da vulnerabilidade externa.

No início dessa fase, apesar do contexto de deterioração da economia internacional, a apreciação da moeda – devido a fatores como juros elevados, a alta dos preços das commodities e obtenção do grau de investimento na classificação de risco pelas agências de rating – permitiu a continuação da atuação do BCB no sentido de acumular reservas internacionais, além de contribuir no controle da inflação e na manutenção da liquidez nos mercados cambiais.

Após a falência do banco de investimento Lehman Brothers, o aumento da aversão ao risco dos investidores externos levou à fuga para qualidade, o que se traduziu em pressões no sentido de desvalorização cambial.

Nesse contexto, a atuação das autoridades esteve pautada em prover liquidez em moeda estrangeira e, em um segundo momento, contribuir para o financiamento do comércio exterior, de forma a garantir a estabilidade financeira e reduzir a volatilidade cambial.

A partir de 2009, o cenário de taxas de juros historicamente baixas em conjunto com as políticas de afrouxamento monetário nas economias avançadas estimulou a redução da aversão ao risco no mercado internacional. Concomitante a isso, do ponto de vista interno, um maior diferencial entre os juros interno e externo e a rápida recuperação econômica da crise contribuíram para o retorno dos fluxos de capitais e as expectativas em torno da apreciação do real.

Diante dessas circunstâncias, o governo aproveitou a reversão da depreciação cambial no período posterior à crise para controlar a inflação em 2009, último ano da gestão dos governos do PT em que a inflação se aproximou do centro da meta (Gráfico 1), e optou pela continuidade da estratégia de acúmulo de reservas, as quais apresentaram trajetória crescente até 2012 (Gráfico 2).

No final de 2009, visando conter o aprofundamento da apreciação do real em um contexto de aumento dos fluxos financeiros em direção ao país, o governo passa a demonstrar maior preocupação com a instabilidade financeira proveniente da crise da zona do Euro e também, ainda que de maneira tímida, com a competitividade externa, intervindo diretamente no mercado de câmbio ou impondo controles de capitais e medidas regulatórias.

Durante o governo Dilma, essa estratégia é reforçada e o patamar da taxa de câmbio e seu efeito sobre a competitividade externa são considerados um dos pilares centrais após a reorientação da política econômica. A gestão de fluxos de capitais e derivativos cambiais passa a integrar a Nova Matriz Macroeconômica – combinação entre juros baixos, câmbio competitivo e política fiscal amigável ao investimento –, sendo uma das medidas utilizadas para desestimular o influxo de capitais e, assim, contribuir para um novo patamar da taxa de câmbio.

Conforme citado anteriormente neste trabalho, a desvalorização do câmbio, dado o elevado repasse cambial da economia brasileira, se traduz em uma inflação mais elevada. A inflação mais próxima do teto da meta (Gráfico 1) obrigou o governo a adotar novos instrumentos de controle de inflação, uma vez que a política cambial tinha sido direcionada a outros objetivos.

O fato de as medidas regulatórias e de controles de capitais estarem restritas ao gerenciamento da especulação sobre a apreciação do real fez com que, a partir de 2013, diante da recuperação da economia americana e do anúncio do (possível) término do programa de recompra de títulos por parte do Fed, as pressões para a desvalorização do real em um movimento de fuga para a qualidade dos fluxos internacionais resultassem na redução ou retirada dessas medidas (OLIVEIRA, 2015).

Nessa última fase, a política cambial se mantém voltada à garantia da estabilidade financeira e prevenção de crises e desordens de mercado, buscando resistir a movimentos abruptos e poupar as reservas internacionais para se contrapor a possíveis ataques especulativos, sem deixar de lado a preocupação com a competitividade externa, prezando por uma desvalorização gradual da taxa de câmbio.

Quantidade de instrumentos

Segundo Prates (2015), os instrumentos utilizados na gestão cambial do governo FHC incluíam intervenções no mercado à vista, emissão de títulos indexados à taxa de câmbio e swaps cambiais (vinculados ou não às LTFs), sendo este último autorizado pelo FMI somente a partir de 2002.

A autora afirma que as intervenções no mercado à vista apresentaram certa irregularidade, podendo ser observados períodos onde o BC esteve praticamente ausente desse mercado, de forma que o regime de câmbio tenha se aproximado daquele caracterizado como flutuação livre.

No que diz respeito aos seus sucessores, é possível observar que, durante o período 2003-2007, as intervenções estiveram pautadas em um primeiro momento no gerenciamento da trajetória de apreciação do real através de intervenções na ponta compradora no mercado à vista e futuro e, a partir

de 2005, da oferta de swaps reversos, instrumentos que correspondem à compra de dólar no futuro e à venda de contratos DI.

Entre 2007 e 2008, além da continuidade da intervenção da fase anterior, foi introduzida a cobrança de alíquota de 1,5% de IOF sobre as aplicações de não residentes sobre renda fixa, visando reduzir a atratividade desses investimentos.

Após a falência do Lehman Brothers, quando o aprofundamento da crise se traduziu em saída dos fluxos de capitais e pressões no sentido de desvalorizar o real, os swaps reversos foram substituídos pelos swaps convencionais e foi constituído um novo instrumento de intervenção: o leilão de dólares com compromisso de recompra, que tinham por objetivo atenuar a escassez de liquidez no mercado durante a crise financeira, sem contar com a retomada de venda de divisas no mercado de câmbio.

A partir de 2009, a recuperação gradual da economia mundial e o crescimento da liquidez fez com que o Brasil, em decorrência do elevado diferencial de juros, entre outros fatores, fosse alvo da especulação via operações de *carry trade* que apostavam na apreciação do real.

Nesse contexto, passam a ser instituídos diversos controles de capital e medidas regulatórias com vistas a impactar o fluxo de divisas e o mercado de derivativos, conforme Quadro 1. Além disso, o governo retomou em 2011 a oferta de swaps cambiais reversos para controlar o processo de apreciação do real.

Quadro 1: Instrumentos de gestão dos fluxos de capitais e dos derivativos cambiais

Data	Tipo de medida	Medida
out/10	Controle de capital	Aumento da alíquota de IOF de 2% para 4% sobre a aplicação de estrangeiros em fundos de renda fixa e títulos do Tesouro. A alíquota de IOF sobre aplicações em ações, em vigor desde outubro de 2008, foi mantida em 2%.
out/10	Controle de capital	A migração, por investidores não residentes, de aplicações em renda variável e ações para aplicações em renda fixa está sujeita ao fechamento de novo contrato de câmbio (câmbio simultâneo), impedindo que os investidores deixem de pagar a nova alíquota de IOF para renda fixa.
out/10	Controle de capital	Nova elevação da alíquota de IOF, agora de 4% para 6%, para aplicações em renda fixa, por investidores não residentes.
out/10	Regulação de derivativos cambiais	Elevação da alíquota de IOF sobre margens de garantia dos contratos futuros de câmbio de 0,38% para 6% e proibição de cumprimento dessas margens mediante empréstimos de títulos públicos e garantia bancárias.

jan/11	Regulamentação prudencial	Recolhimento de depósito compulsório (em reais) de 60% do valor das posições vendidas em câmbio, assumidas pelos bancos, que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência (Nível I). A medida entrou em vigor em 4/4/2011. Objetivo: trazer a posição vendida dos bancos no mercado à vista para US\$ 10 bilhões.
mar/11	Controle de capital	Imposição de IOF de 6% sobre as captações externas de até 360 dias (as captações externas com prazo inferior a 90 dias já eram tributadas com alíquota de IOF de 5,38%).
abr/11	Controle de capital	Renovações de empréstimos externos devem realizar câmbio simultâneo (devem contabilizar os fluxos cambiais “fictícios” referentes ao pagamento da dívida, sujeito a IOF de 0,38%, e à nova captação, sujeita a IOF de 6%). Bloqueia-se, assim, um instrumento de evasão da medida precedente.
abr/11	Controle de capital	IOF de 6% passa a incidir também sobre empréstimos externos com prazo de até dois anos, sobre repactuação e assunção de dívidas, e sobre empréstimos intercompanhias sob o mesmo prazo.
jul/11	Regulamentação prudencial	Mudança nas regras de recolhimento compulsório (em reais) sobre posições vendidas em câmbio. Percentual de 60% passa a incidir sobre o montante que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 1 bilhão ou o patrimônio de referência (Nível I).
jul/11	Regulação de derivativos cambiais	IOF de 1% sobre posições vendidas em derivativos acima de US\$ 10 mil.
ago/11	Controle de capital	Em Ato Declaratório publicado no Diário Oficial, a Receita esclareceu que a alíquota de 6% do IOF incidente sobre os empréstimos com prazo médio de até 720 dias incide sobre as operações de empréstimos intercompanhias.
dez/11	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio ações (2% desde outubro de 2009) volta ao patamar de 0%. Também foi zerada a alíquota de IOF (até então de 6%) sobre aplicações por não residentes em títulos privados de longo prazo com duração acima de quatro anos.
mar/12	Regulação de derivativos cambiais	Exportadores isentos de IOF de 1% sobre posições vendidas em derivativos (até 1,2 valor das exportações).
jun/12	Controle de capital	IOF voltou a incidir somente sobre operações com prazo de até 2 anos a partir de junho.
dez/12	Controle de capital	IOF de 6% voltou a incidir somente sobre captações externas com prazo mínimo de 1 ano (como vigente até março de 2011).
dez/12	Controle de capital	Prazo mínimo das operações de pagamento antecipado de exportações foi ampliado de um para cinco anos.

Fonte: Prates (2015), a partir das informações do BCB.

A fase seguinte, inserida num contexto de reversão do ciclo de liquidez, é marcada pela retirada e/ou diminuição dos controles supracitados e pelo início de um programa de oferta de swaps e linhas

de crédito em moeda estrangeira, posteriormente tornado constante, também conhecido como “ração diária”, objetivando a gradualidade na trajetória de desvalorização da moeda (OLIVEIRA, 2015).

Mercados de atuação

Em relação aos mercados de atuação, é possível observar, a partir dos tópicos anteriores que a atuação das autoridades em relação à política cambial, que esta esteve limitada até 2011 às intervenções em mercados à vista e de derivativos.

No entanto, na fase que teve início em 2009 e perdurou até 2012, constata-se que a atuação passou a incluir regulações no mercado interbancário e de derivativos, visando aumentar o raio de manobra da gestão cambial ao impactar as decisões de alocação de capital dos investidores estrangeiros e, no caso do mercado interbancário, influenciar a formação da taxa de câmbio ao condicionar a atuação dos bancos autorizados a operarem nos dois mercados de câmbio, responsáveis pela arbitragem capaz de transmitir a taxa de câmbio formada no mercado futuro para o à vista.

Considerações finais

A partir da análise realizada acerca da gestão das políticas componentes do “tripé macroeconômico” durante os governos de Lula e Dilma, é possível afirmar que existiram fases de continuidade com a política econômica adotada por Fernando Henrique, concentradas no início e o final da gestão petista, isto é, durante o primeiro mandato de Lula e o segundo mandato de Dilma.

Observa-se que a flexibilização ocorrida entre esse intervalo de tempo foi gradual, tendo sido iniciada durante o segundo mandato de Lula, principalmente como uma alternativa de política para o enfrentamento do efeito-contágio da crise financeira e propiciada pela fase anterior (de alta) do ciclo de liquidez internacional, o que garantiu a rápida recuperação da economia brasileira e a conquista do *investment grade* por parte das agências de rating.

Enquanto a flexibilização observada em Lula II esteve alinhada àquela advogada pelos defensores do Novo Consenso Macroeconômico, durante a revisão da teoria no contexto de crise, em Dilma I, dentro do que se convencionou chamar de “Nova Matriz Macroeconômica”, a flexibilização das políticas fiscal, cambial e monetária foi muito mais agressiva e por vezes discricionária.

A discricionariedade de tais políticas significou muitas vezes o distanciamento do objetivo da flexibilização em si, a exemplo dos abatimentos da meta fiscal que ao longo do tempo foram perdendo relação com os investimentos públicos para dar lugar a incentivos ao setor privado, que serviram para

recomposição das margens de lucro ao invés de estimular a demanda agregada em um contexto de deterioração do cenário internacional.

A inabilidade do governo em adotar medidas que flexibilizassem o regime de “tripé macroeconômico” e que fossem sustentáveis ao longo do tempo e, portanto, do ciclo econômico, estruturadas na forma de regras claras, facilmente compreendidas pelos agentes econômicos e capazes de compatibilizar a gestão macroeconômica com os objetivos a serem elencados pelo governo, levou o governo a abandonar boa parte das flexibilizações adotadas ao longo do tempo e o retorno a um formato mais rígido do “tripé macroeconômico”.

Conclusão

Ao longo deste trabalho, foi possível concluir que o arcabouço teórico por trás do regime de “tripé macroeconômico”, o Novo Consenso Macroeconômico, uma síntese das teorias novo clássica e novo keynesiana, não é uma teoria consensual dentro do debate econômico e, portanto, é passível de críticas e inclusive revisões por parte dos autores dessa corrente teórica, conforme observado durante a crise financeira de 2008.

No caso brasileiro, constatou-se que a adoção do “tripé macroeconômico” não decorreu de uma atitude deliberada do governo da época, mas em grande parte imposta por organizações multilaterais dentro de acordos financeiros com o intuito de reestabelecer o equilíbrio das contas públicas pós-crise cambial em 1998. Além disso, a forma na qual esse regime foi instituído, diante do comparativo internacional, apresenta elevada rigidez, responsável pelo limitado raio de manobra das autoridades.

Dentro do debate brasileiro sobre o manejo do “tripé macroeconômico” durante a gestão dos governantes do Partido dos Trabalhadores, é possível observar que a percepção de ambos os lados do debate, os apoiadores e os críticos do “tripé”, em relação à existência de fases de continuidade e flexibilização desse é convergente.

A principal diferença entre eles reside sobre a adequação (ou não) das medidas adotadas, tanto no sentido de continuidade quanto em termos de flexibilidade, o que está intimamente relacionada à interpretação dos autores acerca do desenvolvimento econômico e do papel que o Estado deve desempenhar nesse processo.

A partir do conceito de continuidade e flexibilização definido no Capítulo I, foi realizada no Capítulo III a análise da gestão do regime de “tripé macroeconômico” nos governos do PT, que constatou a existência de fases de continuidade e flexibilização ao longo dos 14 anos de governo, que estiveram intimamente relacionadas ao ciclo de liquidez internacional e à orientação política adotada em cada uma das fases.

Bibliografia

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Inflation targeting: a critical appraisal**. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute. Working Paper n. 388, 2003.

_____. **The New Consensus in Macroeconomics: an unreliable guide for policy**. Porto Alegre: Revista Análise Econômica, v. 26, n. 50, 2008.

ARESTIS, P.; DE PAULA, L.; FERRARI-FILHO, F. **A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil (Assessing the inflation targeting regime in Brazil)**. Economia e sociedade, v. 18, n. 1, 2009. (p. 1-30)

AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/1999: origens e consequências**. BNDES, v.77, 2000.

BARBOSA FILHO, F. H.; PESSOA, S. **Desaceleração recente da economia**. Sob a luz do sol: uma agenda para o Brasil, 2014.

BARBOSA FILHO, N. H. **Inflation targeting in Brazil: 1999–2006**. International Review of Applied Economics, v. 22, n. 2, 2008. (p. 187-200)

_____.; SOUZA, J. A. P. **A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda**. São Paulo: Boitempo, 2010. (p.57-110)

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. IMF Staff Position Note SPN 10/03. Washington: International Monetary Fund, 2010.

BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1995.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **O governo Dilma frente ao "tripé macroeconômico" e a direita liberal e dependente**. São Paulo: Novos Estudos CEBRAP, n. 95, 2013.

_____. **O novo desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional**. São Paulo: São Paulo em Perspectiva, v. 20, n.3, 2006. (p. 5-24)

_____.; MARCONI, N.; OREIRO, J. L.; **A doença holandesa**. Globalização e competição: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não, 2009.

CAGNIN, R. F. al. **A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012)**. São Paulo: Novos Estudos CEBRAP, n. 97, 2013. (p.169-185)

CALVO, G.; REINHART, C. **Fear of floating**. The Quarterly Journal of Economics, v. 117, n. 2, 2002. (p. 379-408)

CARNEIRO, R. (Org.) **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Editora Unesp, 2006. Introdução. (p. 7-32)

CARVALHO, L. **Valsa Brasileira: do boom ao caos econômico**. São Paulo: Todavia, 2018.

DA COSTA, F. N. **Velha Matriz Neoliberal versus Nova Matriz Macroeconômica**. Brasil Debate. Disponível em <<http://brasildebate.com.br/velha-matriz-neoliberal-versus-nova-matriz-macroeconomica>>. Acesso em: 10/06/2016.

DE CONTI, B. **Um tripé estático e um país que tenta movimentar-se**. Revista Política Social e Desenvolvimento, n. 15, 2015.

DE PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J. **O Regime de Metas de Inflação no Brasil: o que pode ser mudado?** In: BELLUZZO, L. G. M.; BASTOS, P. P. Z. (Orgs). Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff. São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung, 2015. (p. 155-163)

DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. **A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica**. Campinas: Texto para discussão (IE-Unicamp) n. 303, 2017.

FARHI, M. **O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária**. In: CARNEIRO, R. (Org.) A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula. São Paulo: Editora Unesp, 2006. (p. 173-206)

FERREIRA, A. N. **Teoria macroeconômica e fundamentos microeconômicos**. Campinas: Tese de Doutorado (IE-Unicamp), 2003.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. **A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências**. Campinas: Economia e sociedade, v. 10, n. 2, 2001. (p. 81-111)

GOODFRIEND, M.; KING, R. **The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy**. In: BERNANKE, B.; ROTEMBERG, J. NBER Macroeconomics Annual. Cambridge: MIT Press, v. 12, 1997. (p. 231-296)

GOBETTI, S. W. **Regras fiscais no Brasil e na Europa: um estudo comparativo e propositivo**. Rio de Janeiro: IPEA, 2018.

_____.; ORAIR, R. O. **Flexibilização fiscal: novas evidências e desafios**. Rio de Janeiro: Texto para discussão (IPEA) n. 2132, 2015.

GRUPO DE ECONOMIA/FUNDAP. **Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e de câmbio**. São Paulo: Boletim de Economia, n. 3, 2011. (p.4-11)

GUIMARÃES, S. P. **Impeachment, golpe de Estado e ditadura de "mercado"**. In: BELLUZZO, L. G. M.; BASTOS, P. P. Z. (Orgs). Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff. São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung, 2015. (p. 19-25)

KRUGMAN, Paul. **How did economists get it so wrong?** Nova Iorque: New York Times, v. 2, n. 9, 2009.

LIMA, E.; ARAUJO, F.; COSTA E SILVA, J. **Previsão e Modelos Macroeconômicos no Banco Central do Brasil**. In: Dez anos de Metas para a inflação - 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

LOPREATO, F. L. C. **Um olhar sobre a política fiscal recente**. Economia e Sociedade, v. 11, n. 2, 2002. (p. 279-304)

_____. **Novos tempos: política fiscal e condicionalidade pós-80**. Rio de Janeiro: Revista de Economia Contemporânea, v. 8, n. 1, 2004.

_____. **Política fiscal: mudanças e perspectivas.** In: CARNEIRO, R. (Org.) A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula. São Paulo: Editora Unesp, 2006. (p. 207-232)

_____. **Caminhos da política fiscal no Brasil.** São Paulo: Editora Unesp, 2013.

MATTOSO, J.; ROSSI, P. **O crédito ainda pode favorecer o crescimento?** São Paulo: Carta Capital, 2017. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/blogs/brasil-debate/o-o-credito-ainda-pode-favorecer-o-crescimento>>

MELLO, G.; ROSSI, P. **Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma.** Texto para Discussão (IE-Unicamp) n. 309, 2017.

MESQUITA, M. **A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo.** Sob a luz do sol: uma agenda para o Brasil, 2014.

MIKHAILOVA, I.; PIPER, D. **Novo Consenso Macroeconômico: tentativa de sintetização e aplicabilidade à economia brasileira.** São Paulo: Pesquisa & Debate, v. 23, n. 2, 2012. (p. 203-222)

MOLLO, M. L. R. **Krugman e o mea culpa importante, mas insuficiente.** Rio de Janeiro: Revista Econômica, v. 11, n. 2, 2009.

NOVELLI, J. M. N. **A questão da continuidade da política macroeconômica entre o governo Cardoso e Lula (1995-2006).** Revista de Sociologia e Política, v. 18, n. 36, 2010.

OLIVEIRA, E. K. **A gestão da política cambial do Brasil entre 2003 e 2014.** Campinas: Trabalho de Conclusão de Curso - Graduação (IE-Unicamp), 2015.

ORAIR, R. **Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal.** Rio de Janeiro: Texto para Discussão (IPEA) n.2215, 2016.

OREIRO, J. L. **Muito além do tripé: proposta de um novo regime de política macroeconômica para dobrar a renda per capita em 20 anos.** Texto apresentado no seminário Indústria e Desenvolvimento Produtivo do Brasil. São Paulo: Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2014.

PESSOA, S. **O lado bom do desastroso segundo mandato de Dilma Rousseff.** Revista Conjuntura Econômica, v. 70, n. 6, p. 12-13, 2016.

PIRES DE SOUZA, F. E.; **Sem medo de flutuar? O regime cambial brasileiro pós-1998.** São Paulo: Estudos Econômicos, v. 35, n. 3, 2005. (p.519-545)

PRATES, D. M. **O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008.** Brasília: Texto para Discussão (IPEA) n.1530, 2010.

_____. **O regime de câmbio flutuante no Brasil (1999-2012): especificidades e dilemas.** Brasília: IPEA, 2015.

ROSSI, P. **Política cambial no Brasil: um esquema analítico.** 2013.

_____. **Regime macroeconômico e o projeto social-desenvolvimentista.** Rio de Janeiro: IPEA, 2015.

_____. **Desvalorização e política cambial no Brasil**. In: BELLUZZO; L. G. M.; BASTOS, P. P. Z. (Orgs). *Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff*. São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung, 2015. (p. 149-153)

RUGITSKY, F. **Milagre, miragem e antimilagre: A economia política dos governos Lula e as raízes da crise atual**. Revista Fevereiro n. 9, 2016.

SANTOS, F. A. **A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?** Campinas: Teste de Mestrado (IE-Unicamp), 2011.

SANTOS, F. A.; LOPREATO, F. L. C. **O novo consenso em macroeconomia no Brasil: a política fiscal do Plano Real ao segundo Governo Lula**. Campinas: Texto para discussão (IE-Unicamp) n. 267, 2016.

SAVASTANO, M. A.; MASSON, P. R.; SHARMA. S. **The scope for inflating targeting in developing countries**. Washington: Internacional Monetary Fund, 1997.

SINGER, A. **Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014)**. São Paulo: Novos Estudos CEBRAP n. 105, 2015.

SUMMA, R.; SERRANO, F. **Distribution and Cost-Push inflation in Brazil under inflation targeting, 1999-2014**. Roma: Centro di Ricerche e Documentazione "Piero Sraffa", 2015.

SQUEFF, G. C.; OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. **Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana**. In: *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009.

TAKAMORI, E. M. **Rigidez do regime de metas de inflação no Brasil: um estudo comparativo**. Campinas: Trabalho de Conclusão de Curso - Graduação (IE-Unicamp), 2016.

TEIXEIRA, A.; MISSIO, F. **O "novo" consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa**. Campinas: Economia e Sociedade, v. 20, n. 2, 2011. (p. 273-297)