

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA**

**EDUARDO DOMINGUES CHAMIÇO**

**A NOVA MATRIZ ECONÔMICA: UMA INTERPRETAÇÃO**

**Uberlândia**

**2018**

**EDUARDO DOMINGUES CHAMIÇO**

**A NOVA MATRIZ ECONÔMICA: UMA INTERPRETAÇÃO**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, Mestrado, do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como pré-requisito para a obtenção do título de mestre em Economia.

Área de Concentração: Desenvolvimento Econômico

Orientador: Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra

**Uberlândia  
2018**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

---

C448n Chamicho, Eduardo Domingues, 1993-  
2018 A nova matriz econômica : uma interpretação / Eduardo Domingues  
Chamicho. - 2018.  
72 f. : il.

Orientador: Fábio Henrique Bittes Terra.  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,  
Programa de Pós-Graduação em Economia.  
Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.di.2018.510>  
Inclui bibliografia.

1. Economia - Teses. 2. Política econômica - Teses. 3. Brasil -  
Política e governo - 2011-2014 - Teses. 4. Brasil - Política econômica -  
Teses. I. Terra, Fábio Henrique Bittes. II. Universidade Federal de  
Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU: 330

## **A NOVA MATRIZ ECONÔMICA: UMA INTERPRETAÇÃO**

Dissertação de mestrado apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Economia, Mestrado, do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como pré-requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Economia.

Área de Concentração: Desenvolvimento Econômico

**Uberlândia, 07 de Março de 2018**

**Banca examinadora:**

---

**Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra  
(Orientador – UFU)**

---

**Prof. Dr. Cleomar Gomes da Silva  
(Examinador – UFU)**

---

**Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho  
(Examinador – UFRGS)**

*Dedico este trabalho a quem admiro, amo e  
aprendo cada vez mais,  
Eline*

## AGRADECIMENTOS

Agradeço profundamente a minha família: meu irmão, Vinicius, por ter me inspirado, durante muito tempo, a trilhar a academia como carreira, mesmo que isso se perdesse (ou não) em algum momento. Aos meus pais, Fernando e Lúcia, pelo apoio material e afetivo, que em alguns momentos foram mais rigorosos, mas que nunca demonstraram esgotamento do seu amor, mesmo que não compreendessem os anseios dessa pessoa (ainda) jovem que escreve. Meu profundo e sincero agradecimento à minha avó, Maria, que espera e exige minha presença e meu sucesso, duas demandas que eu não consegui conciliar com êxito.

À minha namorada, Eline Emanoeli, que neste momento está me tomando muito tempo para escrever esta homenagem. Isso porque ela foi essencial em todos os momentos para a concretização deste trabalho e realização do meu mestrado, desde sua entrada, por isso fica difícil selecionar os aspectos mais importantes. Eline me acolheu em sua casa em São Paulo e até fora do país, me recebeu com muito amor e carinho e soube me cobrar, ensinar e me inspirar a realizar com sucesso essa fase da minha vida. Eline me mostrou todos os dias que o amor e a dedicação compensam a distância e a saudade.

Agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pelo financiamento deste trabalho.

À Universidade Federal de Uberlândia, principalmente os funcionários do Instituto de Economia e Relações Internacionais e do Programa de Pós-Graduação em Economia, incluindo seu corpo docente, sempre respeitoso, gentil e acolhedor. Especialmente, agradeço ao professor Pedro Henrique, meu mentor durante o estágio à docência e que se tornou um amigo em Uberlândia.

Ao meu orientador, Fábio Terra, que me ouviu antes mesmo do mestrado se iniciar e que se mostrou um excelente professor, orientador e conselheiro. Obrigado pelo bom humor, pelas discussões e pela paciência.

Aos amigos e colegas que fiz durante os dois anos de mestrado e que me fizeram sempre perseverar e ser feliz, em especial: Mônica, Indiane, Bruna, André e Rafael. Devo dizer que meu aprendizado veio de vocês, muito mais do que dos livros e das aulas que tivemos. Que nunca me esqueçam, que eu possa sempre vê-los, pois a saudade já bate.

A todos que de alguma forma desejaram o meu sucesso e contribuíram para ele.

## RESUMO

Após décadas buscando a estabilização, a economia brasileira desfrutou de um crescimento acelerado nos anos 2000. Este êxito, entretanto, não foi tão longo quanto se imaginava: a taxa de crescimento da economia se desacelerou drasticamente a partir de 2011 e a recessão de 2015-2016 foi profunda. Entre 2011 e 2014 foi implementado no Brasil o que ficou conhecido como a Nova Matriz Econômica. Os especialistas, entretanto, divergem sobre o que foi esse episódio na economia brasileira, muitas vezes reduzindo esse conceito a apenas o conjunto de medidas adotado pelos governantes. Para entender como a Nova Matriz se constituiu, quais suas raízes teóricas e o que ela é, foram descritos dois modelos de política econômica ideal: *mainstream* e pós-keynesiano, além de uma breve menção ao desenvolvimentismo. Após descrever todas as políticas adotadas e notar seu caráter dirigista e voluntarista, sem um sistema claro de relacionamento entre as variáveis micro e macroeconômicas, pode-se afirmar que a Nova Matriz Econômica é um conjunto de ideias mal-acabadas e sistematizadas, fruto da convicção de Dilma em que o Estado serviria como agente transformador e que angariaria outros setores da sociedade para cumprir seus objetivos de crescimento econômico e aumento da produtividade. Esses adjetivos não nos permitem enquadrar a Nova Matriz como nenhum dos modelos de política econômica propostos.

Palavras-chave: política econômica, Nova Matriz Econômica, Dilma Rousseff

## ABSTRACT

After decades pursuing stabilization, Brazilian economy experienced an accelerated economic growth in 2000's. But that growth was not so sustainable as we wondered: the economy slowed down severely since 2011 and the 2015-2016 recession was severe. Between 2011 and 2014 the called New Economic Matrix was implemented in Brazil. The specialists, however, disagree about what was this episode of Brazilian economy, many times reducing the concept just to a set of tools adopted by the government. To understand how the New Economic Matrix was constituted, what are its theoretical roots and what it is, we described two ideal economic policy models: the mainstream and the post-keynesian ones, and a brief explanation of the developmentalism. After describe all the policies adopted and notice their interventionist and voluntarist character, without a clear system of relationship between the micro and macroeconomic variables, we can affirm that the New Economic Matrix is a set of incomplete unsystematized ideas, originated by Dilma's belief that the State could be a transforming agent and would get the confidence of other sectors of society to reach her goals of economic growth and increase of the productivity. Those adjectives don't allow us to define the New Economic Matrix as anyone of the theoretical models.

Palavras-chave: economic policy, New Economic Matrix, Dilma Rousseff



## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Selic meta (ao ano) e IPCA acumulado em 12 meses de janeiro de 2011 a dezembro de 2012.....	20
<b>Gráfico 2</b> - Saldo das operações crédito dos setores público e privado em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2011 a dezembro de 2012.....	22
<b>Gráfico 3</b> - Desembolsos do BNDES segmentados por setores, acumulados em 12 meses em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2011 a dezembro de 2012 .....	23
<b>Gráfico 4</b> - Resultado primário do setor público consolidado acumulado em 12 meses em % do PIB, de janeiro de 2011 a dezembro de 2012 .....	25
<b>Gráfico 5</b> – Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) entre 2011 e 2012 .....	29
<b>Gráfico 6</b> – Colocações de swap cambial em R\$ milhões, de janeiro de 2010 a dezembro de 2012 .....	30
<b>Gráfico 7</b> – Selic meta (ao ano) e IPCA acumulado em 12 meses de janeiro de 2013 a dezembro de 2014.....	44
<b>Gráfico 8</b> – Evolução dos preços livres e administrados, acumulados em 12 meses, de janeiro de 2011 a dezembro de 2014 .....	45
<b>Gráfico 9</b> – Saldo das operações crédito dos setores público e privado em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2013 a dezembro de 2014.....	46
<b>Gráfico 10</b> – Desembolsos do BNDES segmentados por setores, acumulados em 12 meses em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2012 a dezembro de 2014.....	47
<b>Gráfico 11</b> – Receita líquida e despesa total do governo central, acumulados em 12 meses, em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2011 a dez/2014	49
<b>Gráfico 12</b> – Reservas Internacionais – Conceito liquidez – em US\$ milhões, de janeiro de 2011 a dezembro de 2014.....	50
<b>Gráfico 13</b> – Termos de troca (média de 2006 = 100) e taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) de janeiro de 2011 a dezembro de 2014 .....	51

## LISTA DE SIGLAS

a.a.	Ao Ano
ABGF	Agência Brasileira de Garantias
ANP	Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEF	Caixa Econômica Federal
CETA-RF	Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros da Receita Federal
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
FFEX	Fundo de Fomento à Exportação
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSB	Fundo Soberano do Brasil
FUNDEB	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IEDI	Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
MCMV	Minha Casa Minha Vida
MEI	Microempreendedor Individual
MP	Media Provisória
NME	Nova Matriz Econômica
NMM	Nova Matriz Macroeconômica
NSN	Nova Síntese Neoclássica
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PBM	Plano Brasil Maior
PIB	Produto Interno Bruto
PIL	Programa de Investimentos em Logística
PIS-PASEP	Programa de Integração Social – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
PRONATEC	Programa Nacional de Acesso à Escola Técnica
PSI	Programa de Sustentação do Investimento
PSDB	Partido da Social Democracia Brasileira
RGR	Reserva Global de Reversão
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TCU	Tribunal de Contas da União
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TN	Tesouro Nacional

## Sumário

Introdução .....	1
1 A teoria da política econômica: o <i>mainstream</i> e o keynesianismo .....	3
1.1 Política econômica <i>mainstream</i> .....	3
1.2 Política econômica keynesiana .....	8
1.3 Desenvolvimentismo .....	13
2 A Política econômica no Governo Dilma I (2011-2014) .....	16
2.1 Antecedentes da NME .....	16
2.2 Ascensão da NME – 2011/2 e 2012 .....	19
2.2.1 Política monetária .....	19
2.2.2 Política fiscal .....	23
2.2.3 Política cambial .....	28
2.2.4 Outras decisões de política econômica .....	31
2.3 Nova Matriz em cheque – 2013 .....	36
2.3.1 Política monetária .....	36
2.3.2 Política fiscal .....	38
2.3.3 Política Cambial .....	41
2.3.4 Outras decisões de política econômica .....	41
2.4 Aprofundamento e desaceleração – 2014 .....	42
2.4.1 Política Monetária .....	43
2.4.2 Política Fiscal .....	47
2.4.3 Política Cambial .....	50
3 NME: uma interpretação .....	52
Considerações finais .....	61
Bibliografia .....	64

## **Introdução**

Após seu processo de estabilização inflacionária, a economia brasileira apresentou uma trajetória de crescimento sólida entre 2000 e 2010, alcançando expansão média superior a 3,7% ao ano no período (IBGE, 2017). Contudo, o primeiro mandato de Dilma Rousseff, 2011-2014, não teve o mesmo êxito: após assumir uma economia que cresceu 7,6% em 2010, seus quatro primeiros anos tiveram como resultado aumentos de 4% em 2011, 2% em 2012, 3% em 2013 e 0,5% em 2014, média de 2,3% ao ano. Não obstante, esses dados não são os que mais saltam aos olhos na gestão Dilma, mas sim a crise que veio a seguir, com certas raízes no primeiro mandato, com retração de 3,8% em 2015 e de 3,6% em 2016. Portanto, algo ocorreu pós-2011 e mudou a trajetória da economia brasileira de forma drástica.

O regime macroeconômico em vigor no Brasil desde em 1999 é conhecido como tripé macroeconômico, cuja instrumentalização sofreu mudanças no período após 2011. Essa flexibilização ficou conhecida na imprensa especializada e nos meios acadêmicos como a Nova Matriz Econômica (NME), que trouxe uma nova agenda para a política econômica, agora menos preocupada com a estabilidade macroeconômica em termos fiscais e inflacionários e preconizando mais o crescimento econômico e o aumento da produtividade. Para tal, a política econômica contou com flexibilização dos superávits fiscais, reduziu as taxas de juros e passou a administrar o mercado de câmbio além de promover políticas de incentivo e de regulação pouco convencionais quando comparadas ao período pós-1994.

Há na literatura especializada diversas sínteses, embora talvez sem ainda uma definição mais bem-acabada, do que foi a NME. Neste sentido, este trabalho objetiva realizar uma análise da NME, discutindo suas condicionantes e consequências e necessário compreender como ela foi concebida, planejada e executada. Em outros termos, o que se pretende é definir o que é a NME, discutir o que encorajou a sua formatação, explicitar e entender suas características subjacentes e sua lógica operacional em termos de sua concepção de condução de política econômica e evidenciar as causas e consequências das iniciativas e do seu fracasso. O que de novo este trabalho traz à análise é uma síntese que não identifica a NME apenas como um conjunto de medidas adotadas num período marcado no tempo, mas uma concretização parcial do que Dilma Rousseff enxergava como estrutura e conjuntura do capitalismo à época e de que forma o Brasil se inseria nesse sistema. Essa visão por parte da ex-presidente se manifestou através da lógica aplicada aos bancos públicos, empresas estatais, órgãos reguladores e outros aspectos da política econômica em níveis micro e macroeconômicos.

Para cumprir seu objetivo, três métodos distintos são aplicados nesta pesquisa, o primeiro é a revisão da bibliografia a respeito das prescrições teóricas sobre condução de política econômica – da teoria econômica dominante conhecida como *mainstream* e da teoria econômica pós-keynesiana. – que objetiva explicar modelos ideais de política econômica para que se possa refletir sobre o objeto de análise, a NME, sem se pretender cotejar as teorias à NME. O segundo método utilizado é a história econômica, que busca perceber elementos estruturais dos fenômenos econômicos e os aspectos conjunturais que deles emanam. Para isso, consultou-se a gestão da política econômica desde a implementação do tripé macroeconômico em 1999, pois ele representa a estrutura da “velha” matriz econômica a que se oporia uma nova estrutura e suas operações, a NME. A última ferramenta é a análise de discurso dos gestores da política econômica. Por meio dos pronunciamentos realizados pela presidente e utilizando das falas e atitudes tomadas pelos *policy makers* é possível compreender as pretensões dos planos e quais veículos de transmissão da política econômica eram esperados que fossem estimulados para atingir os resultados pretendidos. Esse instrumento também permite a compreensão do diagnóstico da situação daquele momento da economia brasileira.

A estrutura da dissertação reflete o percurso teórico-metodológico-analítico descrito acima. O primeiro capítulo desta dissertação apresenta as prescrições lógico-operacionais das políticas econômicas *mainstream* e pós-keynesiano, além de fazer uma breve incursão sobre o que se deve entender por desenvolvimentismo. Todos estes apontamentos teóricos servem como tipo ideal de formatos lógico-operacionais de regimes (matrizes) econômicos. O segundo capítulo contempla o período 2011-2014, principalmente em suas dimensões fiscal, monetária e cambial, reservando espaço para outras políticas econômicas, que dizem respeito a mudanças regulatórias e à política industrial, por exemplo, que não estão circunscritas às dimensões macroeconômicas de forma direta. Para essa finalidade, o quadriênio foi dividido em etapas que mostram a ascensão e o enfraquecimento da NME, para apresentar o conteúdo de forma mais didática e intuitiva. O terceiro capítulo traz uma definição do que foi a NME e de que forma ela pode ter afetado a performance da economia entre 2011 e 2014, bem como seus desdobramentos na crise de 2015-2016.

## 1 A teoria da política econômica: o *mainstream* e o keynesianismo

Este capítulo apresenta as perspectivas de política macroeconômica das duas principais correntes teóricas que propõem formas de condução à política econômica. Essas proposições não serão fracionadas em detalhes discordantes entre uma corrente e outra, não é este o objetivo aqui. Serão expostos dois corpos teóricos distintos, com repercussão no debate acadêmico internacional, mas principalmente no Brasil: uma das perspectivas, o *mainstream* econômico baseia-se naquilo que se convencionou chamar de Nova Síntese Neoclássica e a outra é a pós-keynesiana – calcada principalmente nas prescrições de Keynes. Por meio destes tipos ideais do que seria a política econômica adequada, analisaremos as políticas adotadas de 2011 a 2014.

### 1.1 Política econômica *mainstream*

Mankiw (2008) afirma que durante os anos 1990, o debate entre os economistas novo-clássicos e novo-keynesianos levou ao que chamamos hoje de Nova Síntese Neoclássica (NSN). Dos modelos novo-clássicos foi absorvida uma variedade de ferramentas que lançaram luz sobre como famílias e firmas tomam decisões intertemporais, sob o pressuposto das expectativas racionais. Dos modelos novo-keynesianos, ganharam espaço a rigidez de preços e salários e como usá-los para explicar por que a política monetária afeta o emprego e a produção no curto prazo. O ponto central da NSN é a visão de que a economia consiste num sistema de equilíbrio geral dinâmico que desvia de uma alocação eficiente de recursos no curto prazo porque possui imperfeições de mercado, como preços rígidos, custos de menu e informações assimétricas, mas no longo prazo tende-se ao equilíbrio. O corpo teórico da NSN predomina nas decisões de instituições responsáveis pelas políticas econômicas no mundo.<sup>1</sup>

Neste contexto, a política macroeconômica preconizada pelo *mainstream* tem na política monetária sua mais relevante ação econômica, dando mais importância às variáveis geridas pelos bancos centrais que, sem o viés inflacionário dos governantes, é capaz de promover a estabilidade econômica e o crescimento sustentável, com um nível baixo e controlado da inflação. Essa priorização acaba relegando as outras políticas econômicas à complementaridade da política monetária.

Goodfriend e King (1997) apontam algumas conclusões a respeito do papel da política monetária na NSN: os seus modelos sugerem que as ações dela podem ter efeitos não desprezíveis na atividade econômica, persistindo através dos anos devido ao ajuste gradual dos

---

<sup>1</sup> Para uma discussão mais aprofundada entre as diferenças entre novo-clássicos e novo-keynesianos, ver Greenwald e Stiglitz (1987), Romer (1993) e Goodfriend e King (1997).

preços individuais e da inflação como um todo. Em segundo lugar, mesmo em situações com altos custos de menu, os modelos sugerem um pequeno *trade-off* de longo prazo entre inflação e atividade real. O terceiro ponto é que os modelos sugerem ganhos significativos ao se evitar a inflação, por meio do aumento da eficiência das transações e da redução das distorções dos preços relativos. A última inferência é que os modelos levam em conta que a credibilidade desempenha um importante papel para compreender os efeitos da política monetária. Os autores sugerem, então, regras de política econômica que deveriam guiar os bancos centrais:

A credibilidade da política monetária aparece intuitivamente para exigir uma regra simples e transparente. Mas qual? Nós usamos a abordagem da NSN para desenvolver um conjunto de princípios e guias para a política monetária *neutra*, definida como aquela que sustenta o produto em seu nível potencial num ambiente de preços estáveis. A NSN sugere que a política monetária envolve estabilizar o *markup* médio dos preços sobre o custo marginal. Por sua vez, isto implica um regime de política monetária de metas de inflação, a qual varia relativamente pouco ao longo do tempo. (Goodfriend e King, 1997, p. 232, grifos dos autores).<sup>2</sup>

A primazia do controle da inflação decorre de suas consequências sobre o sistema econômico. Romer (2012) aponta como primeiro motivo a ineficiência gerada quando o dinheiro perde valor rapidamente, pois há um custo em se reter moeda. Assim, os agentes econômicos a gastam mais rapidamente, na forma de investimento financeiro ou de consumo. Outro custo decorre do fato de que os preços não são todos ajustados ao mesmo tempo, incorrendo num desalinhamento de preços relativos. Por fim, outro custo da inflação é a distorção na tributação, pois em geral é a renda nominal a tributada.

A condição de equilíbrio no mercado monetário e financeiro pode explicar como se dá o crescimento generalizado dos preços. Seja tal equilíbrio, como dado em Romer (2012),

$$\frac{M}{P} = L(i, Y) \quad (1)$$

em que  $M$  é o estoque de moeda,  $P$  é o nível de preços,  $L(\cdot)$  é uma função genérica que representa a demanda por saldos reais,  $i$  é a taxa nominal de juros e  $Y$  é o produto. Essa condição implica que o nível de preços é dado por

$$P = \frac{M}{L(i, Y)} \quad (2)$$

que sugere os caminhos para o nível de preços. *Coeteris paribus*, um aumento no estoque de moeda, nas taxas de juros e a redução do produto podem gerar inflação, porém, como aponta Romer (2012), é improvável que aumentos dos juros nominais (que embutem em si perspectivas de aumentos de preços) e queda do produto por longos períodos sejam os causadores de inflação

---

<sup>2</sup> Essa e outras traduções ao longo deste texto são nossas.

ao longo do tempo. Logo, o principal causador da inflação no longo prazo, por ser uma variável com capacidade de variação dependente de um único ator, é o estoque nominal de moeda.

A determinação de preços por ser expandida, consoante Romer (2012), para inserir o impacto das expectativas de preço sobre os preços presentes. Sendo a taxa real de juros,  $r$ , por definição igual a

$$r = i - \pi^e$$

em que  $\pi^e$  é a inflação esperada para o período, temos, remanejando os termos, a identidade de Fisher,

$$i = r + \pi^e \quad (3)$$

Supondo que  $r$  e  $Y$  são constantes, (2) assume a seguinte forma

$$P = \frac{M}{L(r+\pi^e, Y)} \quad (4)$$

Em um cenário em que  $\pi^e$  corresponde à inflação efetiva, no primeiro momento, há um crescimento constante de  $M$  e  $P$ , e não há mudança dos preços. Caso em um momento específico ocorra uma mudança na trajetória do crescimento da oferta de moeda ( $M$ ), de forma que ela cresça mais rapidamente do que antes, veremos então, um choque no nível de preços, que crescerá de forma mais acelerada do que no momento anterior, bem como a expectativa de inflação. A demanda por saldos reais cai e se mantém nessa magnitude (ROMER, 2012).

Há um efeito um-para-um entre a mudança do crescimento da moeda e a taxa nominal de juros – conhecido como efeito Fisher. Ademais, um crescimento mais acelerado no estoque de moeda *nominal* reduz o estoque *real* de moeda, pois há uma resposta ainda mais elástica na inflação esperada, o que causa uma maior taxa nominal de juros. Isto significa um aumento no custo de oportunidade de reter moeda (ROMER, 2012).

Caso o *policy maker* deseje uma redução do nível de preços de forma contínua, é necessário que haja redução da expectativa de inflação, por consequência menor taxa de juros nominal e aumento na demanda por saldos monetários reais. Então, se  $P$  não sofrer um aumento, o banco central deve aumentar o estoque de moeda, para alcançar o objetivo, e então fazê-lo crescer de forma lenta. Conclui-se que para uma queda permanente na taxa de inflação, ocorre primeiro um aumento na oferta de moeda seguido, via dinâmica da demanda agregada, por baixo crescimento econômico (ROMER, 2012).

Ao propor um modelo de política monetária ótima em que os agentes olham para o passado, Romer (2012) faz uso de um modelo de oferta e demanda agregadas e pressupõe que o banco central dispõe de uma regra monetária que pondera inflação e desemprego, de forma a calibrar suas decisões maximizando sua função-objetivo. Suas derivações apontam para a



política monetária ótima sendo aquela que tem uma regra de taxa de juros. Considerando um cenário em que os agentes olham para o futuro – portanto criam expectativas racionais – há uma priorização em trazer o crescimento do produto para o seu nível natural, levando o hiato do produto a zero, a chamada “divina coincidência”. Contudo, há casos em que os dois objetivos apontam taxas de juros dissonantes para o cumprimento das duas metas, quais sejam inflação e desemprego.

Como as regras de política monetária configuram, na verdade, uma regra para a taxa de juros, Romer (2012) traz à tona a mencionada Regra de Taylor, que ilustra como um banco central genérico utiliza os juros para operacionalizar sua política monetária. A referida Regra é

$$i_t = a + \phi_\pi \pi_t + \phi_y (Y_t - Y_t^n) \quad (5)$$

em que  $\phi$  são positivos e correspondem à resposta do banco central à inflação e aos *gaps* do produto. Se  $r_t^n$  denota a taxa real de juros que prevalece quando não há desvio do produto potencial, teremos uma regra seguinte,

$$i_t = r^n + \phi_\pi (\pi_t - \pi^*) + \phi_y (Y_t - Y_t^n) \quad (6)$$

onde  $\pi^* = (r^n - a) / \phi_\pi$ . Desta forma, a regra indica que o banco central deveria aumentar a taxa real de juros acima do equilíbrio de longo prazo para responder a um choque de inflação, trazendo o produto observado abaixo do produto de equilíbrio para desinflacionar a economia.

Por fim, Romer (2012) demonstra o papel da credibilidade. Um banco central que não tem compromisso com a redução da inflação faz com que a expectativa do público posicione-se em um patamar mais elevado de inflação do que em relação a um banco central disposto a cumprir suas afirmações públicas. Como os agentes observam o banco central conservador como mais avesso à inflação, a credibilidade jogará a favor dele e as expectativas apontarão para uma inflação menor do que a do banco central descompromissado com a inflação.

Em relação à política fiscal, Romer (2012) comenta que o consenso até a crise do *subprime* era que, devido às barreiras da política e seus ruídos, recomendava-se que apenas a política monetária seria responsável pela estabilização no curto prazo. Com a desaceleração econômica global, os bancos centrais reduziram suas taxas de juros. Neste novo cenário, os países avançados rapidamente lançaram mão de políticas de estímulo fiscal, gerando um novo debate sobre o papel da política fiscal.

Uma questão abordada em Romer (2012) é a do custo dos déficits públicos. Em casos de déficits sustentáveis, um custo é o da suavização dos impostos. Se o governo entra em déficit hoje, estará acumulando uma dívida que deverá ser quitada no futuro por meio da imposição de impostos. Portanto, os consumidores pagarão mais caro no futuro por esses impostos, pois

estarão financiando intertemporalmente o carregamento da dívida. No caso de déficits insustentáveis, assume-se que o governo os acumula e, em algum momento, promoverá um ajuste fiscal que tem um custo: aumento de impostos ou redução de gastos e de oferta de serviços públicos. Em ambos os casos, haverá uma contração da demanda agregada, o que pode colocar a economia numa recessão. Há ainda a possibilidade de *default* se a dívida for impagável, entretanto esta alternativa contém consequências significativas a longo prazo, como o desmantelamento de sistemas bancários e de financiamento do próprio governo.

A política fiscal, então, é analisada por Romer (2012) como algo que pode provocar um desequilíbrio significativo nas variáveis macroeconômicas, em função do que o desequilíbrio do orçamento público pode gerar sobre a poupança agregada ou nas expectativas dos agentes. Quando a política fiscal desempenha papel ativo – acumulando déficits sucessivos e aumentando a dívida pública – existe a possibilidade de desencadear a chamada dominância fiscal<sup>3</sup>, por exemplo. Ela consiste em a autoridade monetária ser forçada a condicionar sua política à autoridade fiscal, dado um cenário de insustentabilidade da dívida pública e acarretando, possivelmente, o descontrole da inflação. Embora seja uma situação limite, a relação entre a ação fiscal e a política monetária existe.<sup>4</sup>

Para explicar a política cambial, Carlin e Soskice (2005) utilizam dois regimes distintos, o câmbio plenamente flutuante ou plenamente fixo. Ambos geram desdobramentos importantes sobre as reservas internacionais e a política monetária. Caso a taxa de câmbio seja fixada, o banco central guiará sua política monetária em função dela e outras variáveis, como a oferta de moeda, servirão como ajuste.

Então, se em dado momento há menor demanda por moeda no país em questão, as taxas de juros não sofrerão qualquer alteração, pois elas devem permanecer iguais às taxas de juros internacionais. Se a taxa de juros se alterasse, a taxa de câmbio também mudaria, pois o mercado financeiro faria a arbitragem dos títulos desse país com o resto do mundo – a paridade descoberta da taxa de juros – desvalorizando a moeda local. O canal utilizado para neutralizar esse descasamento entre oferta e demanda de moeda doméstica e trazer de volta o equilíbrio é a venda de reservas internacionais, que tem como resultado a queda da oferta de moeda nesse país (CARLIN e SOSKICE, 2005). Em se tratando de um país com câmbio flutuante, a política monetária não perderia sua eficácia. Seguindo o mesmo exemplo, se houvesse menor demanda

---

<sup>3</sup> Ver Sargent e Wallace (1981).

<sup>4</sup> A dominância monetária, analogamente à dominância fiscal, também é um processo possível. Neste caso, a política fiscal subordina-se à monetária. Por exemplo, um Banco Central que sustenta juros muito elevados força o setor público para uma trajetória de maior superávit primário, evitando uma ampliação da dívida pública pelo lado fiscal, variável de ajuste nesta situação.

por moeda, o banco central reduziria a taxa de juros, depreciando a moeda local e fazendo com que o equilíbrio entre demanda e oferta de moeda se mantivesse o mesmo, sem qualquer alteração nas reservas internacionais (CARLIN e SOSKICE, 2005).

Utilizando o modelo Mundell-Fleming pode-se observar que a política monetária perde seu poder de influenciar as variáveis reais da economia quando o câmbio é fixo. Como a taxa de juros deve ser idêntica à taxa internacional, mesmo que uma política monetária expansionista desloque a curva LM para a direita, o novo nível de taxa de juros não é possível porque o câmbio não se altera, então a expansão monetária retorna para a posição inicial de mesmo equilíbrio. Entretanto, a política monetária é potente com câmbio flexível: uma expansão monetária desloca a curva LM para a direita, esse novo equilíbrio com câmbio mais desvalorizado desloca a curva IS para a direita também. O produto de equilíbrio resultante dessa nova conjuntura permite uma nova paridade descoberta da taxa de juros, com o equilíbrio na mesma taxa de juros, câmbio mais depreciado e maior produto do que o início (CARLIN e SOSKICE, 2005).

Por outro lado, a política fiscal sob câmbio fixo tem impacto sobre a economia real. Ao deslocar a curva IS para a direita, o setor público força uma alta dos juros, que pressionaria o câmbio para uma valorização, neutralizado pela subsequente compra de reservas internacionais. Essa compra de reservas internacionais entra como um aumento da oferta de moeda, deslocando a LM para a direita e equilibrando a economia com um maior patamar de produto e mesmo nível de juros. Caso a economia operasse com câmbio flutuante, uma expansão dos gastos públicos elevaria a taxa de juros e essa, por sua vez, promoveria um efeito *crowding out*, que tem efeito recessivo na economia por meio da queda de competitividade do setor exportador (CARLIN e SOSKICE, 2005).

## 1.2 Política econômica keynesiana

Carvalho (2008) critica a interpretação usual do termo ‘keynesianismo’ e sua relação com o papel do Estado. Segundo o autor, o debate político e da mídia não acadêmica aponta o keynesianismo como um conjunto de ideais que legitima a ação desenfreada do Estado, praticando intervenções diversas nos mercados, elevando os gastos e os déficits públicos e interferindo diretamente na esfera privada. Já a literatura acadêmica rotula a economia keynesiana como aquela que preconiza a rigidez de preços, sendo oposta à economia monetarista.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Esta concepção também estaria equivocada de acordo com Leijonhufvud (1968) e Davidson (1972).

A natureza da política econômica keynesiana, segundo Carvalho (2008), defende o papel do Estado, de fato, mas não de forma desregrada como a teoria é comumente tratada. Keynes (1982) compreende que a insuficiência de demanda agregada é o problema fundamental que limita a ocupação da capacidade produtiva existente e a promoção do pleno emprego. Segundo Carvalho,

Grosso modo, as políticas de administração de demanda seriam duas: a política monetária, por onde os agentes econômicos são induzidos a ajustar suas demandas por movimentos de preços relativos dos ativos (taxas de juros); e a política fiscal, em que o governo age sobre a demanda diretamente através de seus gastos, ou indiretamente, através da imposição de tributos sobre os agentes privados (2008, p.14).

Como a política fiscal funciona pelo gasto efetivo bem como induzindo o gasto privado, entende-se que o governo compensa os recuos do consumo ou do investimento, mantendo o emprego e a utilização da capacidade instalada. O setor privado beneficia-se da despesa efetivada pelo setor público, que é receita para o empresário. Com a renda aumentada, o empresário pode ampliar seus próprios gastos, gerando um ciclo, já que há o aumento subsequente das despesas iniciais devido ao multiplicador (CARVALHO, 2008).

Para Carvalho (2008), a política fiscal trabalha com um nível de gastos públicos e não de déficit público. Os déficits fiscais só ocorreriam caso o gasto público fosse ineficaz na expansão das atividades privadas. Em uma depressão, por exemplo, um aumento dos gastos públicos pode ter um efeito multiplicador menor do que o esperado, pois a recessão pode fazer com que os agentes privados prefiram reter riqueza, mesmo ela sendo incrementada pelo gasto público. Assim, considerando a arrecadação tributária como dependente da renda, haveria uma frustração das receitas governamentais.

Carvalho (2008) aponta como a sequência dos acontecimentos é decisiva para esse curso de gasto e renda. Para que o aumento dos gastos públicos tenha maior impacto sobre a atividade econômica, eles devem ser financiados pela colocação de papéis de curto prazo no mercado, tirando proveito dos saldos monetários ociosos do público. Nesta etapa, aumentos de impostos não são recomendados, pois podem se reduzir antes que o gasto público atue. Os títulos públicos de longo prazo também não devem ser emitidos, pois ainda não houve o crescimento da renda e, por consequência, a poupança ainda não aumentou. Desta forma, os poupadores não demandarão títulos de longo prazo e colocá-los no mercado causaria um provável aumento dos juros.

Quando o processo multiplicador tiver completado o ciclo de expansão de consumo e renda, haverá maior poupança na economia do que antes, distribuída parte na forma de impostos

e parte em posse do setor privado, que agora pode absorver títulos de longo prazo sem pressionar as taxas de juros. Considerando o aumento das receitas do governo, podem ser saldadas as dívidas de curto prazo e recomposta a capacidade do setor público de disparar este processo sempre que necessário (CARVALHO, 2008).

A política fiscal keynesiana, embora englobe essa descrição mais simples, também não deixa de incorporar alguns limitadores na sua atuação. Um condicionante importante é a condução das expectativas dos agentes. Caso o gasto público ocorra num momento em que os agentes creem que o governo é propenso a gerar déficits continuamente, a eficácia da política fiscal é comprometida, pois os agentes antecipam taxas de juros mais elevadas para o futuro, modificando no presente o preço dos ativos financeiros e reais. O equilíbrio fiscal passa a ser, então, condição necessária para a eficácia da própria política fiscal (CARVALHO, 2008). Outra limitação é que a política fiscal não tem efeito positivo sobre a atividade se a economia está em pleno emprego, ou se alcança setores já inelásticos, casos em que a oferta está em seu limite e pressões sobre a demanda agregada podem acarretar inflação.

Para harmonizar o objetivo do serviço público e da gestão da demanda agregada, Keynes (1980) propõe dois orçamentos fiscais: o de gastos correntes e o de capital. O primeiro corresponde às despesas contínuas do governo, basicamente relativas aos bens públicos ofertados à população. O orçamento de capital refere-se aos investimentos do setor público, que tem maior efeito multiplicador. Então, num momento de insuficiência de demanda agregada, o governo deve ampliar o gasto com o orçamento de capital e promover a volta ao pleno emprego e isto dá o caráter anti-cíclico da política econômica keynesiana (CARVALHO, 2008).

Segundo Carvalho (2008), o último empecilho é o problema da consolidação da dívida pública. Embora anteriormente tenha-se comentado que a teoria do multiplicador prevê que a demanda por ativos financeiros correspondente à poupança gerada pelo gasto público seria igual ao valor dos títulos a serem colocados no mercado pelo setor público, não é por certo que os poupadores queiram adquirir os papeis emitidos pelo Tesouro. Pode ocorrer preferência pela liquidez, por exemplo, que atrapalhe a absorção dos papeis emitidos.

Em termos da política monetária, Arestis e Terra (2017) argumentam que ela tem um objetivo geral e cinco objetivos imediatos. O objetivo geral consiste em manter o nível de investimento num patamar suficiente para assegurar o pleno emprego. O primeiro objetivo imediato é manter estável o valor da moeda em termos de preços, pois a inflação afeta as expectativas em geral. Porém, para a teoria pós-keynesiana (SICSÚ, 2003), vários fatores afetam a trajetória da inflação, tais como: i) poder de precificação dos mercados; ii) variações salariais; iii) retornos de escala; iv) fatores externos; v) choques de oferta; vi) tributação; e vii)

choques de demanda. Arestis e Terra (2017) ainda adicionam a inércia inflacionária e as expectativas dos agentes.

O segundo objetivo imediato consiste em buscar uma taxa de câmbio menos volátil. Isso se deve ao fato de que sempre que o banco central altera sua taxa de juros, há alguma diferença entre ela e a taxa média internacional, modificando o fluxo de capitais e o câmbio. Mudanças bruscas na taxa de câmbio têm consequências sobre a demanda efetiva, influenciando as expectativas, alterando custos e mudando a liquidez e as expectativas no sistema financeiro. Ademais, desvalorizações podem levar ao crescimento da inflação (ARESTIS e TERRA, 2017).

O terceiro objetivo imediato da política monetária é promover a estabilidade financeira, evitando bolhas nos preços de ativos, iliquidez e insolvência, cuja ocorrência afeta os mercados financeiros e a economia real. O quarto objetivo seria a manutenção de expectativas estáveis. Se expectativas descoordenadas dominarem os mercados financeiros, isso resultará em aumento da demanda por moeda para o motivo precaução, tornando a política monetária ineficaz. O penúltimo objetivo direto da política monetária é a supervisão e o controle da liquidez. É necessário evitar escassez de liquidez, o que afetaria a curva de juros e também impedir que os bancos criem moeda a ponto de reduzir as taxas de juros e, como consequência, levar a um aumento dos preços dos ativos (ARESTIS e TERRA, 2017).

Por fim, o banco central tem o objetivo de manter as expectativas estáveis, pois a transmissão dos efeitos da política monetária é realizada por meio das expectativas e da preferência pela liquidez. Se perspectivas instáveis prevalecerem, haverá uma demanda volátil por moeda para os motivos precaução e especulação, tornando este canal da política monetária menos eficaz. Para alcançar expectativas estáveis, o banco central deve ter transparência e credibilidade (ARESTIS e TERRA, 2017).

Para atingir seus objetivos, o banco central disporia de três instrumentos: taxa de juros, gestão de dívida e regulação. O banco central atua na taxa básica de juros vendendo e comprando títulos de dívida pública no mercado aberto, de forma a convergir a taxa de mercado para a meta pré-definida. A taxa de juros, por sua vez, tem cinco canais de transmissão para a demanda efetiva: portfólio (mudança na carteira de ativos dos investidores dada a mudança nos juros); crédito (mudança nos custos dos financiamentos ao consumo das famílias e dos investimentos empresariais); riqueza (por meio de mudanças nas taxas de juros, existem potenciais efeitos sobre os ativos das famílias, modificando sua renda e seu consumo); taxa de câmbio (mudanças nos fluxos de capitais dadas as oportunidades de investimentos financeiros diferenciados quando das mudanças nas taxas de juros e consequentemente afetando o estoque

de moeda estrangeira no país); e expectativas (alterações nas operações de compra e venda de dívida pública no mercado aberto) (ARESTIS e TERRA, 2017).

A gestão de dívida é um expediente relevante para Arestis e Terra (2017). Trata-se de utilizar diferentes vencimentos de dívida pública nas operações monetárias, conduzindo mais facilmente a curva de juros para um patamar compatível com a eficiência marginal do capital, aumentando a oferta de recursos para o setor real e também de forma a criar um horizonte de rendimentos crível e transparente. Para tal, é necessário ter um mercado de títulos desenvolvido, de forma que o banco central consiga os comprar e vender com diferentes vencimentos. O sucesso dessa política depende de uma sintonia fina entre as autoridades fiscal e monetária, pois ambas usam títulos públicos em suas operações.

Ferrari-Filho (2006) investiga quais seriam as proposições de Keynes para a condução da política cambial. Prezando pela estabilidade cambial como elemento fundamental para o equilíbrio do sistema monetário internacional e do sistema de preços domésticos, Keynes propunha um regime de câmbio administrado. Keynes (1976) comenta a necessidade de ponderar entre um regime cambial que preserve as vantagens da estabilidade das moedas do sistema monetário internacional em torno de um padrão, ao mesmo tempo em que preserve a autonomia doméstica da política monetária de cada país (FERRARI-FILHO, 2006).

Lavoie (2014) explicita que a política de câmbio fixo ou de câmbio flutuante não é um consenso entre autores pós-keynesianos. Ele defende que um choque especulativo, por exemplo, pode ter efeitos mais severos sobre uma economia de câmbio fixo, pois o governo seria obrigado a fazer pelo menos uma das três alternativas: a) vender reservas internacionais; b) aumentar suas taxas de juros para atrair capitais estrangeiros – comprimindo a demanda agregada; c) causando um ajuste recessivo que diminuiria o déficit em transações correntes, também freando a demanda doméstica e, por consequência, o crescimento. Wray (2006) tem o mesmo diagnóstico, e denota que as barreiras enfrentadas pela política monetária de um país de câmbio flutuante são menores, visto que esbarram em menor restrição externa do que uma economia que adota o câmbio fixo que, ao crescer, incentiva o crescimento das importações e gera um desequilíbrio no balanço de pagamentos. Como o câmbio é fixo, o ajuste externo deve vir pelo aumento de juros, que freia o crescimento e diminui esse passivo.

Davidson (1992), por outro lado, defende que uma taxa de câmbio de menor volatilidade é fundamental para o planejamento dos empresários. A incerteza inerente pode ser minimizada em alguma medida com câmbio administrado, ao conferir maior previsibilidade do preço da moeda estrangeira e, por consequência, gerando maior estabilidade no sistema econômico. Portanto, há vantagens e desvantagens nos dois modelos possíveis de política cambial.

Uma última consideração, enfim, diz respeito às políticas econômicas não atuarem de forma isolada para a teoria pós-keynesiana. Logo, a coordenação entre elas é fundamental para se atingirem os objetivos da manutenção do pleno emprego e melhor distribuição da renda no longo prazo. Não há subordinação entre as políticas, mas articulação, que precisa ser levada ao público de forma clara e não passível de mudanças bruscas, o que causaria deterioração de expectativas.

### **1.3 Desenvolvimentismo**

Outro conceito que deve ser abordado para contextualizar e comparar a NME é o desenvolvimentismo, que tem características desenhadas ao longo da história econômica da América Latina e foi conceitualmente descrito por Fonseca (2015). Como ideologia, o desenvolvimentismo possui características latentes, quais sejam: i) primazia da indústria como via de superação da pobreza e do subdesenvolvimento; ii) a industrialização deve ser alcançada pelo planejamento do Estado, sendo inviável o processo apenas pela iniciativa dos mercados; iii) o planejamento é o definidor da expansão desejada dos setores econômicos e dos instrumentos para alcançar esses objetivos; e iv) a captação e condução dos recursos financeiros por parte do Estado, atuando diretamente onde o setor privado for insuficiente (BIELSCHOWSKY, 1988).

Fonseca (2015) afirma que na literatura a respeito do desenvolvimentismo, há um núcleo comum principal desse conceito, que inclui: um projeto deliberado de nação, que não necessariamente repele o capital estrangeiro; intervenção consciente e determinada do Estado que planeja viabilizar esse projeto, sendo apto e capaz de executá-lo com respaldo da sociedade e da classe política; industrialização como fio condutor do crescimento econômico, da produtividade e do progresso técnico. Outros atributos designados ao desenvolvimentismo são mencionados pela literatura, mas de forma menos frequente, embora nem por isso menos importante, são eles: corpo técnico para formular e/ou executar o projeto nacional; planejamento econômico; redistribuição de renda; reforma agrária; e a presença de um banco de desenvolvimento ou instituição de fomento.

“a política econômica formulada e/ou executada, de forma deliberada, por governos (nacionais ou subnacionais) para, através do crescimento da produção e da produtividade, sob a liderança do setor industrial, transformar a sociedade com vistas a alcançar fins desejáveis, destacadamente a superação de seus problemas econômicos e sociais, dentro dos marcos institucionais do sistema capitalista.” (FONSECA, 2015, p. 40).

Logo, estratégias que não contemplam uma agenda de longo prazo, mas apenas exercem estímulos conjunturais a uma economia não caracterizam uma concepção desenvolvimentista,



pois estão desconectadas de um projeto maior de desenvolvimento nacional Assim, Fonseca (2015) incluiu os governos Vargas (1930-1945 e 1951-1954), Kubitschek (1956-1961) e Goulart (1961-1964) sob o mesmo núcleo comum do desenvolvimentismo, dado que os três governantes se propuseram a projetos de nação distintos, bem como trilhamos caminhos diferentes e enfrentaram dificuldades diversas na condução de suas respectivas políticas econômicas. Mesmo assim, todos tinham em comum uma iniciativa deliberada por parte do Estado como meio e fim para alcançar maior crescimento e produtividade por meio da industrialização.

Os governos Vargas se valeram especialmente da constituição do Estado Nacional capitalista, instituindo o salário mínimo, criando empresas estatais, institutos agrícolas, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), entre outras entidades que objetivavam o desenvolvimento do capitalismo e do instrumental de política econômica no Brasil. Kubitschek, por meio do Plano de Metas, lançou objetivos desenvolvimentistas para o Brasil e investiu na construção de usinas hidrelétricas, na Petrobras e na infraestrutura rodoviária, além de ter promovido abertura da economia brasileira por meio da vinda de multinacionais. Goulart planejou uma agenda de mudanças estruturais na economia brasileira, que incluía as reformas administrativa, agrária, bancária, eleitoral, cambial e do capital estrangeiro, da educação, urbana e fiscal. O objetivo fundamental desse rearranjo era o crescimento com estabilidade, por meio de um planejamento central do Estado, projetando investimentos em educação, infraestrutura e também apoiando a substituição de importações.

Enquanto Vargas e Goulart apoiavam-se no Estado para alavancar recursos e efetivar investimentos em indústria de bens de consumo populares, produzidos pelo setor privado nacional, o governo Kubitschek utilizou como alternativa os investimentos externos, especialmente de grandes empresas multinacionais produtoras de bens duráveis e indústria pesada<sup>6</sup>. Exceto no período da Era Vargas (1930-1946), os três estadistas se valeram do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) para estruturar o financiamento de suas políticas. Como diz Fonseca (2015), mesmo que não logrando sucesso na implementação de suas propostas, como Goulart, isso não exclui uma tentativa de estar no rol daquilo a que se pode chamar de desenvolvimentismo.

O desenvolvimentismo consiste na ideologia e prática de transformação da sociedade por meio de um projeto econômico conduzido pelo Estado – em dimensão financeira, técnica e

---

<sup>6</sup> Essa dicotomia apresenta dois subtipos de desenvolvimentismo na literatura: o nacional-desenvolvimentismo e o desenvolvimentismo dependente-associado (Fonseca, 2015).

de objetivos –, em busca da industrialização como superação da pobreza e do subdesenvolvimento. Há críticos no debate atual que utilizam o rótulo de desenvolvimentista para designar características da NME<sup>7</sup>, sem identificar os atributos que aproximam o conjunto de políticas e ações com o desenvolvimentismo. Por isso a necessidade de pontuar esses conceitos e como eles se relacionam, ou não, com o objeto de análise.

---

<sup>7</sup> Ver Ferreira e Fragelli (2015) e Salomão e Grinbaum (2015).

## **2 A Política econômica no Governo Dilma I (2011-2014)**

Nesta etapa, descreveremos as políticas econômicas adotadas no Brasil especialmente durante o Governo Dilma I, entre 2011 e 2014, período em que foi gestada e aplicada a NME. Para realizar este exercício, não abriremos mão de contextualizar o arcabouço de política macroeconômica constituído no país antes desse período, que é importante para as decisões tomadas nos anos seguintes.

As subseções estão divididas conforme a NME e os seus desdobramentos alteravam a ação do governo: primeiramente uma breve explicação sobre o tripé macroeconômico, que baliza a condução da política econômica desde sua efetivação em 1999, passando por sua até o final do primeiro semestre de 2011, período de continuidade da política vigente até então. A segunda subseção trata da ascensão da NME, concentrada entre o segundo semestre de 2011 e o ano de 2012; a subseção seguinte diz respeito, por um lado, ao recuo da trajetória da política monetária e, por outro lado, uma intensificação por parte dos outros instrumentos da NME, ambos ocorridos em 2013; e a quarta e última subseção comenta sobre o esgotamento do crescimento em 2014 e os momentos finais da NME.

### **2.1 Antecedentes da NME**

Para compreender o que é a NME, temos que adentrar nesse conceito de Matriz Econômica, afinal ele é a substância daquilo que se qualificou como o “Novo”, uma espécie de antagonismo – ainda que não declarado – entre um novo modelo de condução da política econômica e um “modelo antigo”, qual seja, o tripé macroeconômico estabelecido a partir de fins de 1998, com a implementação das metas de superávit primário, complementado em janeiro de 1999 pela liberalização cambial e consolidado em julho de 1999, quando da adoção do Regime de Metas de Inflação. Portanto, para entendermos o que configura a Nova Matriz, o recorte temporal compreenderá fins de 1998 em diante, época em que se estabelece o que a Nova Matriz se opõe.

Então discutiremos brevemente o tripé macroeconômico e sua lógica de funcionamento. Para Mattei e Magalhães (2011), o desequilíbrio do balanço de pagamentos entre 1994 e 1998, causado pelo câmbio sobrevalorizado, levou ao esgotamento das reservas internacionais em fins de 1998. Como consequência, a equipe econômica não viu outra opção senão adotar o câmbio flutuante, por conta dos fortes refluxos de capital que pressionavam pela desvalorização cambial, ocorrida em janeiro de 1999. Ademais, no âmbito fiscal, a partir de março de 1999, o governo conseguiu a coalizão política necessária para o ajuste fiscal acordado com o Fundo

Monetário Internacional em fins de 1998, como uma das condições para a recepção de empréstimo de solvência que o Fundo concedeu ao Brasil. Neste ínterim, estabeleceram-se metas de superávit primário de forma a frear o crescimento da dívida pública. Já no âmbito monetário, o Banco Central do Brasil (BCB) passaria a ter sua atividade pautada pelo regime de metas de inflação.

Essas duas iniciativas monetária e fiscal, somadas ao câmbio flutuante, configuraram o tripé macroeconômico, que foi posteriormente amparado pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) de 2000 (WERNECK, 2014). Em linhas gerais, o tripé macroeconômico *per se* estabelecido entre fins de 1998 e meados de 1999 permaneceu vigente – com ajustes conjunturais – até fins de 2008, quando então se iniciou um período de alterações no conjunto das políticas econômicas. Inicialmente, estas mudanças estavam destinadas ao combate dos efeitos da crise econômica internacional que eclodiu em fins de 2007 e se espalhou mundialmente em 2008.

Para Fonseca, Cunha e Bichara (2013), o governo Lula optou pelo gradualismo, continuando o regime de política econômica concebido na década anterior, praticando políticas fiscal e monetária tão restritivas quanto as anteriores<sup>8</sup>. Os autores apontam que neste período, o que se alterou em relação ao período pré-2003 foram, sobretudo, as políticas de evolução do salário mínimo, de transferência de renda como forma de promover inclusão e diminuindo a desigualdade de renda e de acumulação de reservas internacionais. Portanto, não houve uma mudança do tripé macroeconômico.

A quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, trouxe várias consequências ao Brasil, dentre algumas, citem-se a contração agressiva da oferta de crédito e a incerteza sobre as condições de solvência dos exportadores. Segundo Barbosa (2013), 20% da oferta de crédito interno no Brasil tinha como fonte de financiamento a captação de recursos no exterior. Além disso, com a intensa valorização do real até fins de 2008, muitas empresas exportadoras fizeram contratos derivativos de câmbio projetando ainda maior valorização do câmbio. Porém, com a crise, houve queda no volume de comércio exterior e forte desvalorização cambial.<sup>9</sup> O impacto na atividade real foi notório, inclusive com forte queda da formação bruta de capital fixo – de 17,2% entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro de 2009 – que teve efeitos deletérios sobre

---

<sup>8</sup> O superávit primário médio do governo central obtido pelo segundo governo FHC (1999-2002), no período 1997-2002, início do tripé macroeconômico, foi de 1,9% do PIB, enquanto que nos anos Lula (2003-2008) foi de, em média de 2,28% do PIB a.a. segundo dados da Secretaria do Tesouro Nacional (TN, 2017). Para os mesmos períodos, a taxa de juros real média, foi de 11,3% (FHC) e 7,2% (Lula), calculado a partir do deflator implícito do PIB e da taxa SELIC, conforme dados do BCB (2017).

<sup>9</sup> Uma leitura detalhada sobre a política econômica de todo o período pode ser vista em Barbosa (2015), especialmente no que tange às metas de inflação e à dinâmica cambial.

o emprego e o crescimento. O desemprego da Região Metropolitana de São Paulo subiu de 8,5% em outubro de 2008 para 10,8% em março de 2009 e o crescimento deste ano foi negativo, em -0,13%, segundo IBGE (2017b).

Em fins de 2008, o governo lança mão de uma política ativa de combate aos efeitos da crise internacional: reduz a Selic e aumenta a liquidez via liberação de recolhimentos compulsórios; amplia as transferências de renda dos programas sociais e os investimentos públicos – notadamente em construção civil, com o Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV); promove desonerações tributárias, especialmente sobre o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI); e amplia a oferta de crédito. A tentativa foi exitosa: o PIB teve crescimento de 7,5% em 2010, algo que só ocorreu três décadas antes.

No apagar das luzes do segundo mandato de Lula, em 2010, o BCB aumentou os depósitos compulsórios e o Tesouro Nacional (TN) reduziu suas despesas primárias, pois a inflação voltou a crescer (BARBOSA, 2013). Por sua vez, o início do primeiro governo Dilma Rousseff (2011-2014) foi de continuidade ao que ocorreu nos últimos meses de Lula: contenção de despesas e aperto monetário para controlar a inflação, que fechou 2010 em 5,91%. O BCB elevou a meta da taxa Selic em 1,75 ponto percentual entre janeiro e julho de 2011, levando a Selic ao patamar de 12,5% ao ano (MESQUITA, 2014).

Ademais, como descrevem Cagnin et al (2013), colocaram-se em prática novas medidas de política monetária, como as chamadas medidas macroprudenciais. A ata da primeira reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do ano sustentou a manutenção de medidas macroprudenciais de dezembro de 2010 que, em específico, visavam a conter a expansão do crédito controlando o acesso a ele, e não sua oferta, como é usual nos instrumentos clássicos de política monetária. Durante o primeiro semestre de 2011 mais medidas restritivas foram adotadas, tais como o aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre crédito ao consumidor e regras mais rígidas sobre parcelamento de faturas do cartão de crédito. Para Barbosa (2013), a elevação dos depósitos compulsórios e requerimentos de capital dos bancos para reduzir a velocidade de expansão do crédito teve o intuito de fortalecer a situação patrimonial bancária e evitar aumentos mais agressivos da Selic. Não obstante, ao final do primeiro semestre do mandato, a política cambial já havia experimentado algumas alterações regulatórias, quais sejam: recolhimento compulsório sobre posições vendidas no mercado de câmbio a vista; IOF de 6% sobre captações externas e renovações das mesmas de até 2 anos (CAGNIN et al, 2013).

A política fiscal, por sua vez, assumiu papel contracionista, com elevação do superávit primário nos primeiros seis meses da nova governante. Este esforço por parte do governo se

concentrou no custeio e no funcionalismo, de forma que o governo também reestruturou seus investimentos em infraestrutura, reduzindo suas despesas (BARBOSA, 2013). Como afirmam Cagnin et al (2013) baseados em declarações do governo federal, a intenção era possibilitar a redução da taxa Selic. Em junho de 2011, o superávit primário obtido pelo TN somava mais de R\$ 137 bilhões acumulados em 12 meses, o equivalente a 3,31% do PIB, segundo o BCB (2017). Porém, em alguma medida indo em sentido contrário às restrições da política econômica, e talvez como meio de inclusive arrefecer os impactos dela sobre os investimentos produtivos, houve a autorização do aporte de R\$ 55 bilhões do TN ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em março de 2011, por meio da MP 526. Tal medida utilizou-se da emissão de títulos do TN (BRASIL, 2011a).

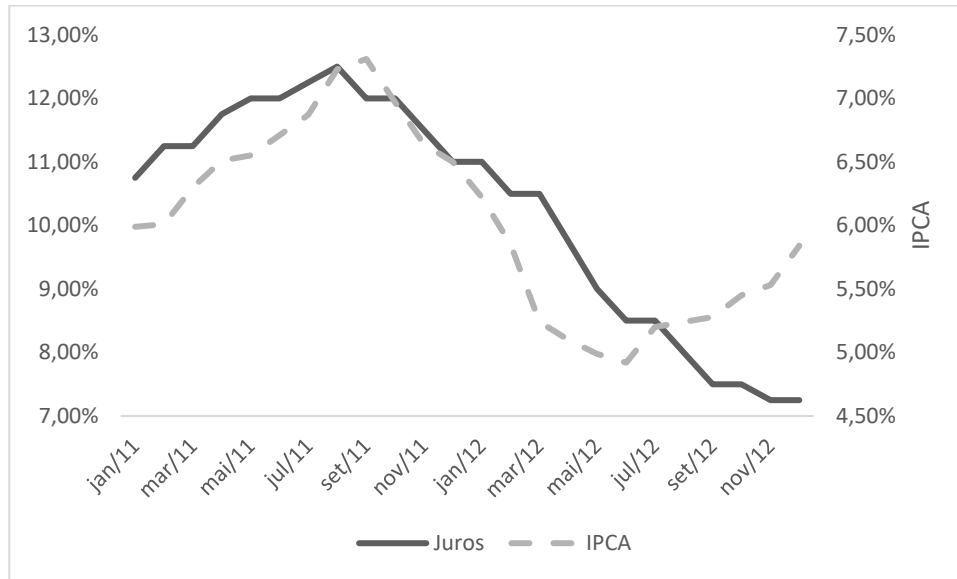
## **2.2 Ascensão da NME – 2011/2 e 2012**

Simultaneamente ao lançamento Plano Mais Brasil (Plano Plurianual 2012-2015), em agosto de 2011, ocorreram mudanças significativas na condução da política econômica vigente. É possível identificar iniciativas diversas nas políticas fiscal, monetária, cambial e também industrial, no sentido de estimular o crescimento econômico e a distribuição da renda. Passaram a ser instrumentos desses estímulos as empresas estatais como a Petrobras, a Caixa Econômica Federal (CEF), o BNDES e o Banco do Brasil. Além disso, houve uma nova política de juros além de medidas de cunho fiscal e cambial. Estes instrumentos são importantes porque identificam a NME como uma série de iniciativas do governo para estimular o setor privado a investir e consumir. Descrevamos, abaixo, as principais ações das políticas econômicas circunscritas à NME.

### **2.2.1 Política monetária**

Na condução da política monetária, o BCB surpreendeu o mercado e reduziu a taxa de juros de 12,5% para 12% (BCB, 2017), embora em agosto de 2011 o Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA) acumulado em 12 meses superasse os 7% (0,5 pontos percentuais acima do teto da meta de inflação). Para Mesquita (2014), essa mudança repentina da política monetária – que vinha de elevações nos juros – foi uma das decisões mais controversas tomadas pelo Copom em sua história. No Gráfico 1 se vê a política de juros conduzida pelo BCB no período dezembro de 2010 a dezembro de 2012.

**Gráfico 1** – Selic meta (ao ano) e IPCA acumulado em 12 meses de janeiro de 2011 a dezembro de 2012



Fonte: BCB (2017) e IBGE (2017a). Elaboração própria.

Como é possível observar, os juros apresentaram trajetória cadente de agosto de 2011 até o final de 2012, quando se chegou à até então mínima taxa básica da história, 7,25% ao ano. O IPCA comportou-se da mesma forma até começar a subir na segunda metade de 2012. Naquele ano a inflação não ultrapassou o teto da banda de 6,5%, fechando o ano em pouco mais de 5,8%. Cagnin et al (2013, p. 173) frisam que,

Além da mudança de postura do BCB, esse prolongado processo de afrouxamento monetário foi viabilizado por ações complementares das demais autoridades da área econômica do governo. Esse foi o caso da alteração nas regras da caderneta de poupança, em maio de 2012, considerada essencial para que a queda da Selic abaixo do patamar de 8,5% não resultasse em migração de recursos dos fundos de investimento para a poupança.

Para justificar as sucessivas quedas das taxas de juros, o Copom apoiava-se em argumentos como a demanda externa fraca, a moderação da demanda doméstica, a inflação cadente (visível de setembro de 2011 a julho de 2012), a sustentação dos superávits primários, a estabilidade da capacidade ociosa (a qual abria espaço para crescimento do hiato do produto), os indícios da crise na zona do Euro e a disponibilidade de crédito internacional. O cenário internacional, inclusive, era usado para explicar a necessidade de juros menores, pois poderia promover a redução da corrente de comércio, comprimir os fluxos de investimento e de crédito a consumidores e empresários. Na reunião de outubro de 2012, quando o BCB baixou os juros básicos para 7,25% a.a., a interpretação era de que o crescimento da inflação era causado por choques de oferta como clima, dentro e fora do Brasil, conforme mencionava a ata do Copom (BCB, 2017).

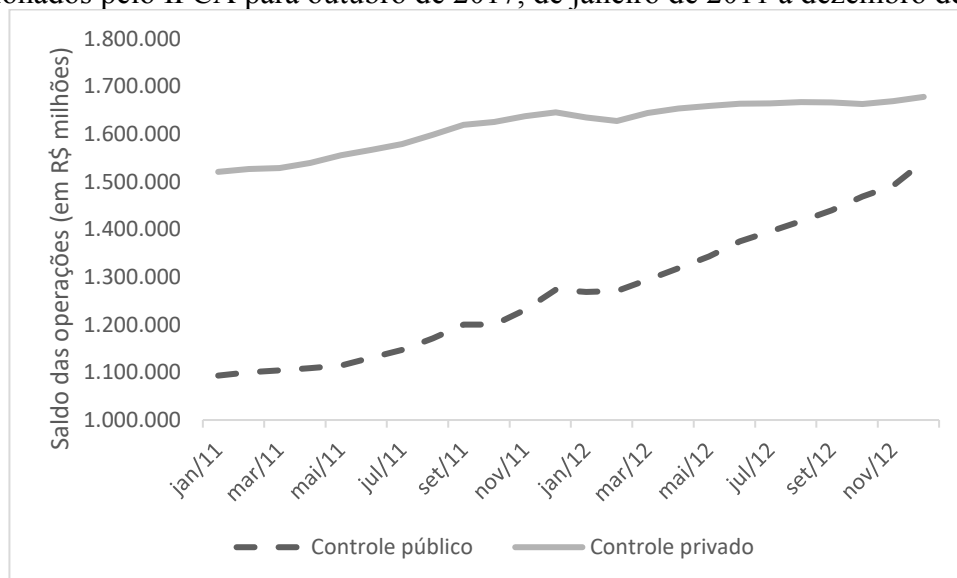
Ainda no âmbito da política monetária, ações não convencionais no receituário do tripé macroeconômico foram tomadas. Para reaquecer a demanda privada, no final de 2011 o BCB voltou atrás em parte de medidas macroprudenciais, revogando a exigência de capital adicional para operações de empréstimos ao consumo, abrindo mão de elevar o percentual mínimo de pagamento de faturas de cartão de crédito de 15% para 20% e reduzindo de 3% para 2,5% a alíquota de IOF sobre operações de crédito ao consumo (CAGNIN et al, 2013). Não obstante, a partir do final de 2011 uma medida inusitada foi usada, qual seja, os bancos públicos passaram a ter papel ativo na política econômica, potencializando os canais de crédito às pessoas física e jurídica. Como aponta Martello (2012), a presidente Rousseff determinou como prioridade a redução do *spread* bancário no começo do ano seguinte (MARTELLO, 2012).

Como resultado, o saldo das operações de crédito das instituições financeiras do setor público aumentou 24,3% em 2011 e 27,9% ao final de 2012 (BCB, 2017). Embora o crescimento não fosse superior ao estímulo de crédito do setor público após a eclosão da crise internacional de 2008 (que teve média de crescimento anual de 31% de 2008 a 2010), a oferta dos bancos públicos ganhou mercado das instituições privadas (BCB, 2017). A título de ilustração, o saldo das operações de crédito controladas pelo setor privado ampliou-se em apenas 14,8% em 2011 e 7,6% em 2012 (BCB, 2017). Segundo dados da CEF, o saldo das suas operações de crédito fechou 2010 em R\$ 175,8 bilhões, 2011 em R\$ 249,5 bilhões e 2012 em R\$ 353,7 bilhões, o que equivale a um aumento nominal anual de 42%. Nestes anos cresceram fortemente os créditos habitacional, de R\$ 108 bilhões para R\$ 205 bilhões e comercial, de R\$ 55 bilhões para R\$ 121 bilhões. Conjuntamente à redução dos juros, a tentativa de redução dos *spreads* pelos bancos públicos passou a ser acompanhada pelos seus concorrentes do mercado privado. A taxa para empréstimos de recursos livres à pessoa física terminou 2011 em 35,8%, enquanto que para pessoa jurídica encerrou o ano em 14,4% em média. Ao final de 2012, respectivamente, as taxas apresentavam 31,4% e 11,5%, segundo dados do BCB (2017).

Pelo Gráfico 2 podemos visualizar o crescimento mais agressivo do crédito público em relação ao privado entre 2010 e 2012. Esse resultado teve, em parte, contribuição da redução do *spread* bancário e de tarifas, que foi deliberada pelo governo federal e acatada pela CEF e pelo Banco do Brasil (Brant, 2012; Souza, 2012). Além disso, a TJLP, utilizada como base para os empréstimos do BNDES foi baixada de 6% anuais para 5,5% em julho de 2012.



**Gráfico 2** - Saldo das operações crédito dos setores público e privado em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2011 a dezembro de 2012

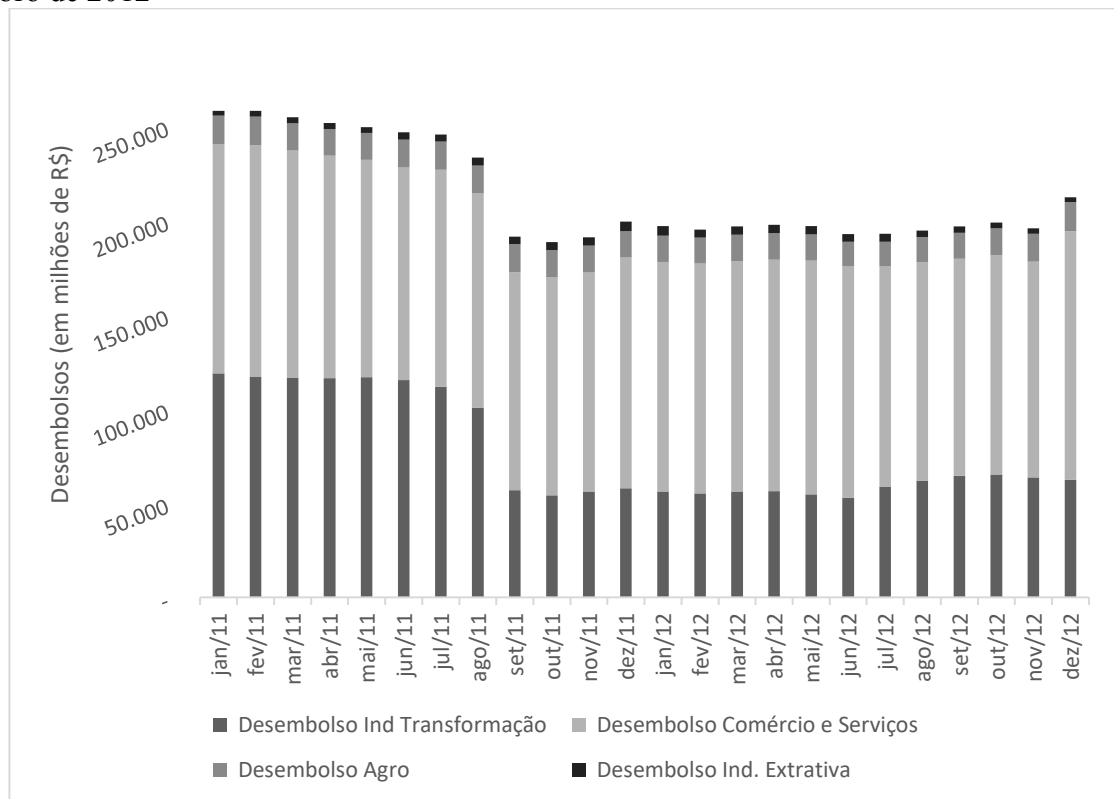


Fonte: BCB (2017). Elaboração própria.

Em março de 2011, o texto da Medida Provisória (MP) 526 autorizou nova capitalização do BNDES em R\$ 55 bilhões.<sup>10</sup> Essa e as demais captações ocorreram sob a justificativa dos ministérios da Fazenda e do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior de fazer a economia cumprir com seus projetos de investimento com o fomento do crédito de longo prazo. A medida também ampliou em R\$ 74 bilhões o limite de subsídios da União, por meio de equalização de taxa de juros entre custos de captação em mercado e a TJLP, que era a taxa efetivamente paga pelos tomadores de crédito, inferior a aqueles mencionados custos de mercado. Destas formas, a instituição teve importância delegada pelo governo na política econômica adotada para o período. Contudo, como o Gráfico 3 indica, por setor econômico, o banco reduziu seus desembolsos de R\$ 168 bilhões em 2010 para R\$ 156 bilhões em 2012, acompanhando a diminuição do ímpeto de investimento no país, cujos níveis de 2010 e 2011 foram os mais elevados em anos, porém não sustentados pós-2012, mesmo sob os esforços da NME.

<sup>10</sup> Segundo BNDES (2017), as captações realizadas junto ao TN iniciaram-se em 2008, no valor de R\$ 22,5 bilhões. Em 2009 e 2010 as grandezas foram de R\$ 105 bilhões e R\$ 107 bilhões, respectivamente.

**Gráfico 3** - Desembolsos do BNDES segmentados por setores, acumulados em 12 meses em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2011 a dezembro de 2012



Fonte: BCB (2017). Elaboração própria.

### 2.2.2 Política fiscal

No que tange à política fiscal, as iniciativas mais chamativas entre o segundo semestre de 2011 e o final de 2012 foram as desonerações tributárias, que foram continuadas e crescentes ao longo dos anos seguintes. Cagnin et al. (2013) afirmam que a maior parte dessas iniciativas estavam contidas, e deram base ao Plano Brasil Maior (PBM), lançado em agosto de 2011, o qual envolvia significativamente, também, outras dimensões da política fiscal. Entre as desonerações estavam a redução de IPI sobre bens de investimento; instituição do Reintegra (Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras); redução gradual do prazo de devolução dos créditos do Programa de Integração Social – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-PASEP)/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) sobre bens de capital; ampliação do Simples Nacional; desoneração da folha de pagamentos de setores intensivos em mão de obra e estabelecimento de um novo regime tributário para o setor automotivo.

Conforme afirma Brasil (2011a), a política industrial previa desoneração de cerca de R\$ 25 bilhões em dois anos, reduzindo a alíquota da contribuição patronal ao Instituto Nacional de Seguridade Social de 20% a 0% nos setores têxtil, calçadista, móveis e de softwares. Em troca,

seria cobrada uma contribuição sobre o faturamento de 2,5% para o último setor e de 1,5% para os demais. O Reintegra, que devolveria ao exportador de bens industrializados 0,5% da receita da exportação, passou a devolver até 4%, via decreto presidencial. Os desfalques à previdência, por fim, seriam cobertos pelo TN. Villaverde (2012) afirma que em abril de 2012 o governo incorporou mais onze setores à medida de desoneração da folha de pagamentos, reduziu juros de diversas linhas de crédito especial e instituiu o novo regime automotivo, que entraria em vigor em 2013.<sup>11</sup> Dados de Orair (2015) mostram que o governo abriu mão de mais de R\$ 24 bilhões em 2011 e em 2012 as renúncias fiscais chegaram a R\$ 62,4 bilhões.

O PBM também previa a extensão do Plano de Sustentação do Investimento (PSI) do BNDES até dezembro de 2012, com orçamento de R\$ 75 bilhões para que as empresas financiassem sua produção, com foco em bens de capital, inovação e exportação. Novos setores foram abrangidos, como componentes e serviços técnicos especializados, equipamentos de tecnologia da informação e comunicação, ônibus híbridos. Foram lançados, com recursos do BNDES, o Programa de Apoio à Engenharia (Proengenharia) e a Linha Inovação Produção.<sup>12</sup> Além disso, houve ampliação do capital de giro para Micro, Pequenas e Médias Empresas e outras condições de financiamento ao investimento e à inovação, (VALOR, 2011), com novas condições de crédito e prazo, juros menores, prazo de financiamento maior, e novos setores incluídos como autopeças, móveis e artefatos de couro.

O BNDES também era agente fundamental no relançamento do programa Revitaliza, que beneficiava setores afetados pela concorrência externa, que passou a incluir autopeças, com orçamento de R\$ 6,7 bilhões e taxa de juros fixa de 9% a.a. com vigência até 2012; criação do BNDES-Qualificação com orçamento de R\$ 3,5 bilhões que apoiava a expansão da capacidade de instituições privadas de ensino técnico e profissionalizante com taxas de juros de até 8,3% a.a.; e também forneceram-se recursos destinados a projetos que reduziam emissões de gases de efeito estufa em parceria com o Ministério do Meio Ambiente (IEDI, 2011).

Os resultados fiscais dessas medidas apareceram em 2012. A meta do superávit primário do ano de 2011 não foi comprometida devido ao ajuste fiscal promovido pelo governo no primeiro semestre. Naquele ano, o governo economizou cerca de R\$ 128,7 bilhões (em torno

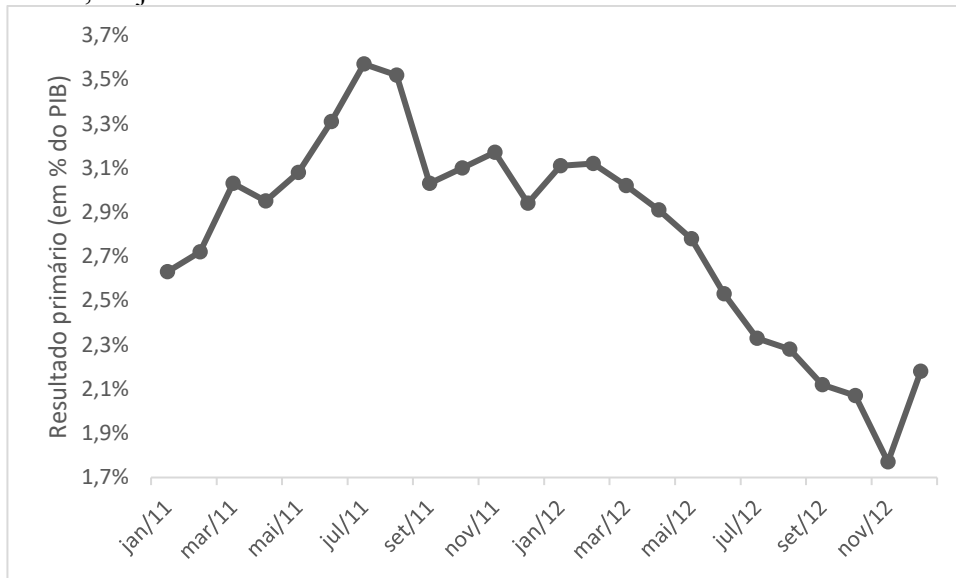
---

<sup>11</sup> Segundo Brasil (2012), os setores citados eram: têxtil, móveis, plásticos, material elétrico, autopeças, ônibus, naval, aéreo, bens de capital mecânicos, hotéis e *design house* (chips microeletrônicos).

<sup>12</sup> Proengenharia é o programa que financiava a engenharia nos setores de bens de capital, defesa, automotivo, aeronáutico, aeroespacial, nuclear, petróleo e gás, químico e petroquímico, de moldes e ferramentas, e na cadeia de fornecedores das indústrias de petróleo e gás e naval, visando estimular o aprimoramento das competências e do conhecimento técnico no país (BNDES, 2013). A Linha Inovação Produção tinha como objetivo apoiar projetos de investimentos que visavam à implantação, expansão e modernização da capacidade produtiva necessárias à absorção dos resultados dos processos de pesquisa e desenvolvimento ou inovação (BNDES, 2010).

de 2,9% do PIB), (BCB, 2017), e sua meta de superávit primário estava em R\$ 127,9 bilhões. Porém, em 2012 o superávit primário foi reduzido, conforme exposto no Gráfico 4.

**Gráfico 4** - Resultado primário do setor público consolidado acumulado em 12 meses em % do PIB, de janeiro de 2011 a dezembro de 2012



Fonte: BCB (2017). Elaboração própria.

Ao fim de 2012, o governo tinha realizado um superávit de R\$ 105 bilhões, em torno de 2,2% do PIB, entretanto a meta definida na Lei de Diretrizes Orçamentárias estabeleceu um mínimo de R\$ 139,8 bilhões para aquele ano. Segundo Froufe e Cucolo (2013), contudo, o governo pôde descontar dessa meta os investimentos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), isso que o permitiu atingir a meta formalmente. Esses artifícios para atingir determinado resultado fiscal foram acumulando-se a partir de 2012, e a credibilidade das contas públicas passou a ser questionada à medida que se somavam fatos contra as práticas convencionais de governança da política fiscal. Isso se tornou uma marca do governo Dilma, como pode-se ver na descrição de Peres (2015):

Antes do recesso natalino, o Tesouro havia montado uma operação de triangulação entre a Caixa Econômica Federal e o BNDES para viabilizar o pagamento de R\$ 7 bilhões em dividendos, além do saque de R\$ 12,4 bilhões do Fundo Soberano para garantir o “cumprimento” da meta, o que levou o termo “contabilidade criativa” a novos níveis. “O Mantega queria atingir a meta de superávit primário no fim do ano, não importava como”, diz um ex-integrante do governo.

A contabilidade foi tão atípica que autorizações legais foram publicadas com data retroativa no “Diário Oficial da União” e, pela primeira vez na história, o Tesouro recebeu autorização para fazer um contrato de derivativos. Raphael Rezende, então vice-presidente de risco da Caixa, por onde foi montada uma capitalização de R\$ 5,4 bilhões com ações em troca de dividendos, exigiu que

a engenharia financeira fosse submetida à diretoria do banco, uma vez que o recebimento de ações em troca de dividendos piorava a qualidade de capital do banco. Arno e o então presidente da Caixa, Jorge Hereda, trataram do assunto diretamente. O banco, em resposta ao Valor, disse que a capitalização ocorreu de forma regular e foi aprovada por “todas as instâncias de governança da Caixa”. Por meio de assessoria, Rezende, que hoje está no Ministério da Integração Nacional, preferiu não comentar o assunto.<sup>13</sup>

A manipulação envolvendo o TN, o BNDES, o Fundo Soberano do Brasil (FSB) e a CEF ficou conhecida como “quadrangulação”, como rotulou Delfim Netto (2013), quando criticou as medidas pouco convencionais adotadas pela presidente Dilma e sua equipe para cumprir a meta fiscal. Para tanto, ela teve de editar uma MP e três decretos para autorizar as transações entre as instituições. Barros e Afonso (2013, p. 2) comentam esses atos legais:

“Uma série de operações fiscais e financeiras, todas à margem da execução do orçamento público, foi realizada pelo Tesouro Nacional nos últimos dias de 2012 visando o cumprimento da meta de superávit fiscal do ano. Elas foram realizadas ao amparo de um conjunto de atos adotados em 28/12/2012:

De forma direta, o lançamento da MP 600/2013 autorizou o TN aumentar a concessão de crédito extraordinário à CEF para o que o TN emitiu títulos públicos bem como cedeu onerosamente ao BNDES direitos de crédito de Itaipu ao BNDES – que seriam pagos com ações de companhias privadas – e também permitiu o TN a ampliar os subsídios em crédito dos projetos do PSI. O decreto 7.880/2013 autorizou o aumento de capital da CEF ser integralizado com ações da Petrobras e outras companhias, recebidas do BNDES. O decreto 7.881/2013 autorizou o fundo soberano a vender suas ações da Petrobras para o BNDES. Um terceiro decreto, sem número, autorizou o BNDES a declarar dividendos intermediários. Por fim, uma resolução do Conselho Monetário Nacional (nº 4.175/2013) fixou regras excepcionais para ações de posse do BNDES, dispensando a exigência de abater do lucro as grandes perdas em mercado como da Petrobras e da Eletrobras.

O procedimento ocorreu da seguinte forma: o BNDES recebeu um empréstimo do TN no valor de R\$ 15 bilhões; o banco comprou ações da Petrobras do FSB em R\$ 12,4 bilhões e o valor foi transferido ao caixa do TN, único sócio do fundo; o BNDES transferiu ao TN ações de oito empresas, entre elas Petrobras, Vale e JBS, em troca de créditos que o TN tinha direito de receber de Itaipu no valor de R\$ 6 bilhões e pagou de forma antecipada R\$ 2,3 bilhões em dividendos. No restante da operação, o TN promoveu uma capitalização da CEF, aumentando em R\$ 5,4 bilhões seu capital, via ações da Petrobras e outras companhias; a CEF antecipou R\$

---

<sup>13</sup> A imprensa especializada estrangeira também criticava as manobras do governo, ver *The Economist* (2013). Em UOL (2013), o então ministro da Fazenda, Guido Mantega, afirma que não havia irregularidade nos procedimentos adotados.

4,7 bilhões para o governo central em dividendos. O reforço de caixa ao resultado primário totalizou mais de R\$ 20 bilhões em operações atípicas ao governo central (BARROS e AFONSO, 2013).

As despesas públicas federais, de forma geral, cresceram 2,4% real entre 2010 e 2012. Os gastos que mais pressionaram este aumento foram os benefícios previdenciários, que subiram em torno de 10,5% no período e as despesas de Abono e Seguro Desemprego, que cresceram 16,1%. Embora estas não sejam as rubricas que mais cresceram ao longo desses dois anos, são as que tiveram impacto mais significativo no crescimento das despesas, visto que os benefícios previdenciários eram 38,9% do orçamento em 2012 e o Abono e Seguro desemprego, 12,6% (TN, 2017)<sup>14</sup>. Parte desses aumentos se deveu à nova regra de valorização real do salário mínimo, determinada pela Lei 12.382/2011, que previa que o crescimento do PIB de dois anos anteriores mais o IPCA do ano anterior seriam acrescidos ao mínimo.

O orçamento para investimentos, deflacionado pelo IPCA, a preços de setembro de 2017, aumentou de R\$ 69 bilhões para R\$ 82 bilhões, entre 2010 e 2012. As principais pastas beneficiadas neste período foram o Ministério da Educação (aumento de 51%), parte considerável pelo aumento do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (FUNDEB) e o Ministério das Cidades (aumento de 150%), fortemente estimulado pelo MCMV. O orçamento do PAC foi acrescido em quase 59%, chegando a R\$ 54 bilhões em 2012.

Por sua vez, a dívida líquida do setor público encontrava-se em 38% do PIB no fim de 2010 e ao fim de 2012 reduziu-se a 32,2% do PIB, mas isso não mostrava precisamente o estado das finanças públicas, pois os bancos públicos eram financiados em grande parte por emissões de títulos do TN. Em comparação, portanto, a dívida bruta do governo geral cresceu de 51,8% do PIB, em dezembro de 2010, para 53,7% do PIB no final de 2012 (TN, 2017). Como os títulos do TN eram remunerados por taxas cujo *benchmark* era a taxa Selic, e o setor público fazia empréstimos à TJLP, o subsídio implícito ao longo do tempo não pode ser considerado desprezível, visto que a TJLP sempre esteve abaixo da taxa básica de juros da economia (CAGNIN et al. 2013). Segundo uma estimativa realizada pelo Tribunal de Contas da União (TCU), o subsídio dos contratos do BNDES somaria R\$ 97,5 bilhões entre 2015 e 2018 e ao longo das décadas a União teria que arcar com mais de R\$ 184 bilhões em custos dos subsídios (VERSIANI e AMORA, 2015).

---

<sup>14</sup> Todos os valores foram deflacionados pelo IPCA, a valores de setembro de 2017.

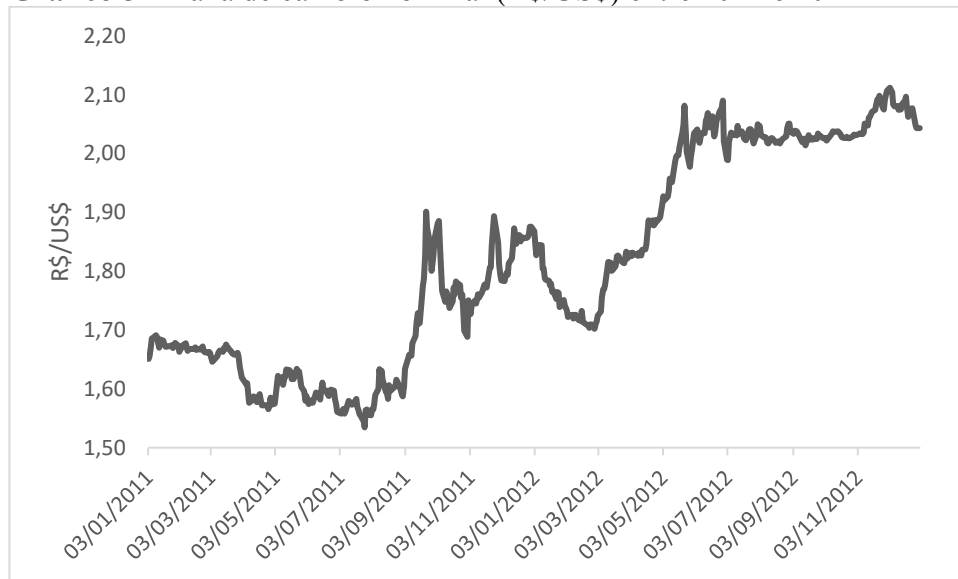
Gobetti e Orair (2015) afirmam que o resultado primário do governo federal foi deteriorado entre 2011 e 2014 principalmente por causa do aumento das despesas relativas a benefícios sociais, subsídios e custeio. Entretanto, até 2012 houve um aumento de apenas 0,37 pontos percentuais do PIB para a despesa com benefícios sociais, 0,23 p.p. com subsídios e 0,03 p.p. com gastos relacionados a custeio. Outras despesas como pessoal e transferências foram suprimidas ou mantidas constantes pelo governo federal durante o período.<sup>15</sup> Outrossim, não houve alterações na carga tributária do período, mesmo se considerando as desonerações tributárias. Segundo Orair (2015), isso se deveu a fatores autônomos como a expansão da massa salarial e do mercado de trabalho formal.

### **2.2.3 Política cambial**

O governo seguiu impondo e retirando medidas macroprudenciais aos fluxos de capitais. Cagnin et al. (2013) relatam o aumento do compulsório sobre as posições cambiais vendidas a partir de julho de 2011 e a aplicação de IOF de 1% sobre posições líquidas vendidas em derivativos cambiais superiores a US\$ 10 milhões, estipuladas em julho de 2011; porém, ao final de 2011 o governo relaxou essas restrições, isentando de IOF investimentos estrangeiros em portfólio de ações e títulos privados com prazo acima de 4 anos. Simultaneamente, a crise da zona do Euro intensificou-se, fazendo com que os investidores internacionais migrassem para moedas mais sólidas como o dólar. Por isso, o real depreciou-se nesse semestre, como é mostrado no Gráfico 5.

---

<sup>15</sup> As despesas totais do governo federal ampliaram-se em 1,42 p.p. do PIB entre dezembro de 2010 e dezembro de 2014, enquanto em 2012 este valor foi de 0,11 p.p.

**Gráfico 5** – Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) entre 2011 e 2012

Fonte: BCB (2017). Elaboração própria.

Para Cagnin et al. (2013), houve uma ampliação dos objetivos perseguidos pela política cambial. De diminuição da volatilidade cambial e acúmulo de reservas, a política cambial passou a ter como meta um patamar de taxa de câmbio que contivesse a deterioração da indústria brasileira e ao mesmo tempo controlasse a inflação. Ao final de 2011, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, disse em Machado (2011): “Posso assegurar que em 2012 o Brasil estará crescendo mais do que em 2011. Teremos um câmbio mais favorável à indústria e crédito mais barato para os consumidores”. Em 2011 o Brasil cresceu 2,7% segundo dados do IBGE da época, revisado para 3,9% anos depois; em 2012 a economia cresceu 1%, calculado pelo IBGE à época, hoje os dados corrigidos apontam para 1,8% (IBGE, 2017b). O governo esperava crescer em média 5,9% ao ano durante o mandato (Barbosa e Alvarez, 2011).<sup>16</sup>

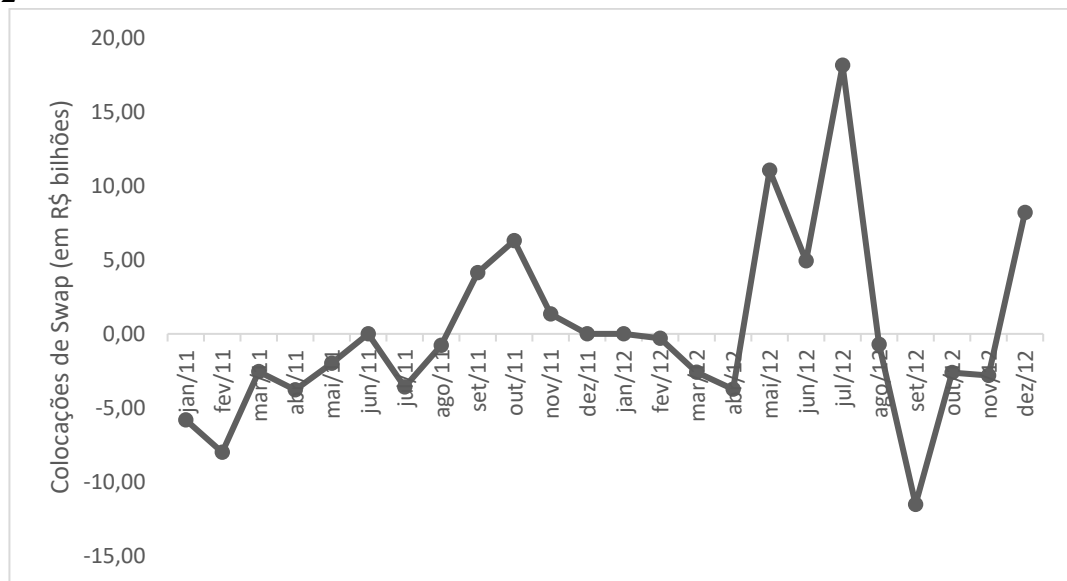
Cagnin et al. (2013) afirmam que a apreciação do câmbio no primeiro bimestre de 2012, somada à ausência do BCB no mercado à vista (que conteria a valorização da moeda), sugerem que naquele momento o BCB estava mais preocupado com a inflação próxima ao teto da meta no período (Gráfico 1). A conclusão, entretanto, é discutível, pois a política monetária manteve o patamar baixo dos juros sem colocar *swaps* cambiais, parecendo buscar prioritariamente o crescimento econômico. Entre março e abril, com o objetivo de auxiliar as políticas monetária e cambial, algumas políticas macroprudenciais voltaram à cena, tais como a proibição de pagamento antecipado de exportações acima de um ano e 6% de IOF estendido a captações externas de até 5 anos. Além disso, o BCB inseriu as operações de *swap* reverso.

<sup>16</sup> Em 2015 o IBGE adotou uma nova metodologia para o cálculo do PIB, que alterou mais intensamente os resultados de 2011 e 2012, mais do que quaisquer outros anos da série. Segundo Laporta (2015), o PIB os dados deixaram a medição mais precisa e adequada ao padrão internacional.



Dado o avanço com a crise na zona do Euro em 2012, e indícios de uma possível moratória grega, o dólar valorizou-se rapidamente entre março e junho daquele ano, estabelecendo um câmbio mais desvalorizado até o final do ano. Mantega via como positivo o câmbio menos valorizado embora afirmasse que a taxa deveria flutuar conforme o mercado (Martello, 2012). Entretanto, o BCB interveio fortemente no mercado cambial no período, via operações *swap*, cuja utilização no período é demonstrada no Gráfico 6.

**Gráfico 6** – Colocações de swap cambial em R\$ milhões, de janeiro de 2010 a dezembro de 2012



Fonte: TN (2017). Elaboração própria.

É possível notar a atuação recorrente no mercado de câmbio a prazo por parte do BCB durante todo o período, principalmente em maio, julho e dezembro de 2012, sendo que a última colocação de *swaps* pretérita a 2011 havia sido em julho de 2009. As intervenções no mercado à vista foram no sentido da desvalorização do real: em 2011 as reservas internacionais foram incrementadas em 24% (de US\$ 276 bilhões a US\$ 343 bilhões) e em 2012 este aumento foi de 5,5% (US\$ 362 bilhões), segundo BCB (2017).<sup>17</sup> Não obstante, segundo Cagnin et al. (2013), algumas medidas macroprudenciais restritivas ao fluxo de capitais foram revertidas de junho a dezembro: IOF voltou a incidir somente em captações externas com prazo de até dois anos, o IOF de 6% passou a ser cobrado somente sobre captações externas com prazo mínimo de um ano, o prazo mínimo das operações de pagamento antecipado de exportações foi ampliado de

<sup>17</sup> Diga-se de passagem, que as reservas internacionais representam um custo fiscal relevante, visto que foram remuneradas a juros da *Fed Fund Rate*, em torno de 0,12% a. a. no período e o Banco Central as esteriliza via títulos vinculados à taxa Selic, esta superior a 10% a.a. em média entre 2011 e 2012 (BCB, 2017).

um para cinco anos e houve aumento de US\$ 1 bilhões para US\$ 3 bilhões do limite de posição vendida em câmbio dos bancos isentos de compulsório

A política cambial do período é controversa, como as demais: ora tentou desvalorizar o câmbio por meio de regulação e instrumentos monetários e ora tentou valorizá-lo para impedir volatilidade cambial e mitigar seus impactos nos preços domésticos, mostrando um comportamento pouco previsível e consistente com uma política econômica estável. Silva (2014) destaca que as adições recorrentes de medidas regulatórias intensificaram a magnitude de efeitos exógenos como a crise europeia.

## **2.2.4 Outras decisões de política econômica**

Além de considerar iniciativas que interferem diretamente na condução da macroeconomia, a NME se deu em dimensões que não cabem apenas às políticas fiscal, cambial e monetária. Ela também se manifestou em aspectos das políticas industrial e de inovação, comercial, relação com as empresas estatais e reguladas, entre outros temas que respondem à diretamente política econômica, mas não necessariamente a variáveis das políticas macroeconômicas típicas.

### **2.2.4.1 Plano Brasil Maior**

Nesse contexto, o PBM, lançado em abril de 2011, contemplou vários desses aspectos que devem ser abordados em separado e configuram parte da política econômica adotada. Como aponta IEDI (2011), o Plano partia do setor industrial como agente fundamental para a promoção do desenvolvimento, apoiando a nova política industrial em três pilares: ampliação dos estímulos ao investimento e à inovação, adoção de medidas para o comércio exterior, defesa da indústria e do mercado interno.

Em Brasil (2011c) estão descritas, em linhas gerais, as propostas para orientar as ações do referido Plano, com os objetivos de reduzir custos estruturais e aumentar a eficiência e a produtividade agregada da economia nacional para competir com o exterior e consolidar o Sistema Nacional de Inovação pela evolução de competências científicas e tecnológicas. Para tal, haveria oito grandes temas que pautariam as medidas do Plano, quais sejam: i) comércio exterior, que incluía financiamento e promoção do comércio de bens e serviços, defesa comercial, ampliação de mercados e acesso a novas tecnologias e atração de centros de pesquisa e desenvolvimento (P&D) de empresas estrangeiras para o país; ii) Incentivo ao investimento, envolvendo facilitação do acesso ao financiamento de longo prazo, redução de tributos e encargos trabalhistas, melhora no ambiente de negócios e modernização e simplificação da

atividade empresarial; iii) Incentivo à inovação, visando o investimento em inovação produtiva, formação de mão de obra qualificada, fomento aos setores intensivos em conhecimento, indução da produção verde, diversificação da pauta exportadora e uso do poder de compra<sup>18</sup> do Estado como indutor da inovação; iv) Formação e qualificação profissional, que se ancoravam em reduzir os gargalos da formação profissional via, sobretudo, os seguintes programas: Programa Nacional de Acesso à Escola Técnica (PRONATEC), Plano Nacional Pró-Engenharia e Programa Ciência sem Fronteiras; v) Produção sustentável, estabelecendo estratégias de ações como construção civil, geração de energia e descarte de resíduos de forma menos poluente; vi) Competitividade de pequenos negócios, apoiando o Microempreendedor Individual (MEI) e as Micro e Pequenas Empresas, por meio de ampliação dos canais de crédito e preferência local nas compras públicas; vii) Ações especiais em desenvolvimento regional, considerando interação das prioridades nos planos de desenvolvimento nacional, regional e local, a capacidade de estimular o conhecimento e inovação e a articulação institucional e parcerias público-privadas; e viii) Bem-estar do consumidor, ampliando condições de crédito, adotando padrões e normas em saúde, segurança e sustentabilidade e ampliando a variedade de produtos e serviços, logística e eficiência na cadeia de suprimentos.<sup>19</sup>

Comparando-se os canais de ação da política com as metas, é possível observar uma vastidão de instrumentos para sua implementação, tais como desonerações de tributos, financiamentos, recursos financeiros, novos marcos regulatórios, defesa comercial, compras governamentais e formação profissional. Além disso, houve uma plêiade de objetivos, configurando uma política ampla e transversal. Em termos práticos, as medidas efetivas adotadas pelo plano já em 2011 incluíam, segundo o IEDI (2011), financiamento à inovação, mudanças no marco legal da inovação, medidas de defesa comercial, financiamento e garantia

---

<sup>18</sup> Pela Lei 12.349/2010, a preferência de aquisição nacional de bens concentrar-se-ia em ter-se uma margem de preferência de até 25% nos processos de licitação para produtos manufaturados e serviços nacionais que atendam a normas técnicas brasileiras. O foco era nos setores de saúde, defesa, têxtil, confecção, calçados, tecnologia da informação e comunicação. As margens seriam definidas considerando geração de emprego, renda e desenvolvimento e inovação tecnológica realizados no país. Para mais, ver Brasil (2010).

<sup>19</sup> As metas estabelecidas pelo PBM eram dez: 1) Ampliar o investimento fixo em percentual do PIB: 18,4% (2010) para 22,4%(2014); 2) Elevar o gasto empresarial em pesquisa e desenvolvimento de 0,59% do PIB para 0,9% do PIB; 3) Aumentar o percentual de trabalhadores na indústria com educação de nível médio: de 53,7% para 65%; 4) Aumentar o Valor da Transformação Industrial/Valor Bruto da Produção (VTI/VBP) de 44,3% (2009) para 45,3% (2014); 5) Elevar o VTI da indústria de alta e média-alta tecnologia/VTI total da indústria de 30,1% (2009) para 31,5% (2014); 6) Aumentar o número de Micro Pequenas e Médias Empresas e inovadoras de 37 mil (2008) para 58 mil (2014); 7) Diminuir o consumo de energia por unidade de PIB industrial de 150,7 toneladas equivalentes de petróleo (tep)/R\$ milhão (2010) para 137 tep/R\$ milhão (2014); 8) Ampliar a participação das exportações brasileiras no comércio mundial de 1,36% para 1,60%; 9) Elevar a participação nacional em energias: de 60% de VTI/VBP para 66%; e 10) Melhorar o acesso de domicílios urbanos com banda larga de 13,8 milhões de domicílios para 40 milhões.

para exportações, proteção comercial, defesa da indústria e do mercado interno – em que se destaca a mencionada Lei 12.349 de 2010, de conteúdo nacional em compras governamentais, e o financiamento de bancos públicos com recursos do TN.<sup>20</sup>

Em abril de 2012, a segunda etapa do PBM passou a incluir nas compras governamentais medicamentos, fármacos, biofármacos, retroescavadeiras e motoniveladoras. O orçamento do Programa de Financiamento às Exportações (Proex-Financiamento)<sup>21</sup> foi dobrado de R\$ 800 milhões para R\$ 1,6 bilhão, o do Proex-Equalização<sup>22</sup> foi acrescido de R\$ 445 milhões para R\$ 1 bilhão e ainda foi criado o Fundo de Fomento à Exportação (FFEX), para financiar as Micro e Pequenas Empresas. Houve aumento da equalização, adiantamento de recursos, prazo e percentual para o programa de estímulo às exportações e flexibilização de garantias bancárias (BRASIL, 2012). Essa etapa também incluiu a criação da Agência Brasileira de Garantias (ABGF), com recursos para prover garantias a investimentos e exportações. Seu objetivo consistia em otimizar a administração e utilização dos recursos, concentrar o processo de concessão das garantias com maior eficiência, aumentar a alavancagem e reduzir a necessidade de recursos do TN (BRASIL, 2012).

#### **2.2.4.2 As mudanças no mercado de energia elétrica e a carga sobre a Petrobras**

Não obstante, o governo também lançou mão de medidas que alterariam os contratos das geradoras de energia elétrica, visando queda no preço praticado a consumidores e empresários e mantendo preços baixos sobre a gasolina via Petrobras. Costellini e Hollanda (2014) descrevem o contexto, causas e efeitos da MP 579 de 2012, que promoveu as mudanças no setor elétrico brasileiro, iniciadas em setembro do referido ano. A atividade industrial vinha registrando queda e o custo da energia elétrica era um problema e, com o objetivo de reduzir o custo da energia elétrica para o consumidor e para o produtor industrial, fez-se nova regulamentação nos setores de geração e distribuição de energia, que implicou um desconto nas contas da energia elétrica no Brasil. Em suma, as propostas para redução dos custos das geradoras de energia consistiam no fim da Reserva Global de Reversão (RGR) e da Conta de Consumo de Combustíveis e redução da quota de arrecadação da Conta do Desenvolvimento

---

<sup>20</sup> A mencionada Lei afirmava ainda que havia ainda blocos com características relevantes para o plano, quais sejam, i) Sistemas de mecânica, eletroeletrônica e saúde; ii) Sistemas produtivos intensivos em escala; iii) Sistemas produtivos intensivos em trabalho; iv) Sistemas produtivos do agronegócio; e v) Comércio, logística e serviços (BRASIL, 2010).

<sup>21</sup> Financiamento direto ao exportador brasileiro ou ao importador com recursos do Tesouro Nacional

<sup>22</sup> Exportação financiada pelas instituições financeiras no País e no exterior, na qual o Proex assume parte dos encargos financeiros, tornando-os equivalentes àqueles praticados no mercado internacional. Essa modalidade pode ser contratada por empresas brasileiras de qualquer porte.

Energético<sup>23</sup> pelas distribuidoras para 25% do que era arrecadado antes da MP, cujos recursos passariam a ser arrecadados por tributação, além da antecipação da renovação das concessões de produção e distribuição que venceriam anos depois (COSTELLINI e HOLLANDA, 2014).

Segundo Costellini e Hollanda (2014), diante dos números expostos pelo governo, parte das concessionárias de geração não seguiu a proposta e a adesão ficou em torno de 60% do volume inicialmente previsto pelo governo. As geradoras, agora não mais concessionárias, não renovaram seus contratos com as distribuidoras e parte da energia que dispunham deixou de existir, fazendo-as negociar sua geração no mercado livre. As distribuidoras de energia, por conseguinte, tiveram que contratar essa energia faltante ao preço de mercado de curto prazo. A alteração inesperada na expectativa de receita das distribuidoras tinha potenciais riscos financeiros para o esse setor.

A falta de chuvas no período mostrou a gravidade do problema, afetando o custo marginal das geradoras, que repassaram aos distribuidores, os quais, por sua vez, não poderiam repassar o aumento do custo aos consumidores até o reajuste anual, conforme o contrato previa, então tornou-se uma complicação para o fluxo de caixa das distribuidoras de energia. Outro efeito da não adesão de algumas geradoras foi que o impacto final da redução do preço da energia foi de 16%, então o governo teve que desembolsar mais de R\$ 5 bilhões para garantir a redução média ao consumidor (COSTELLINI e HOLLANDA, 2014).

Segundo Junges (2016), em quatro anos o impacto estimado da iniciativa foi um aumento de custos de mais de R\$ 110 bilhões entre indenizações, empréstimos às distribuidoras, socorro às geradoras, aporte do TN para redução das tarifas e relicitação com outorga. No final de 2014, a conta de luz voltou ao mesmo patamar anterior ao desconto. A Eletrobrás fechou 2012 com um prejuízo superior a R\$ 6 bilhões, sendo que no ano anterior a empresa tinha incorrido num lucro da mesma magnitude.

Por sua vez, a Petrobras foi utilizada para gestão da política econômica, investindo continuamente e represando seus preços para controlar a inflação. Segundo Schüffner e Niero (2012), os investimentos da estatal evoluíram anualmente 74% entre 2007 e 2011, de US\$ 23 bilhões para mais de US\$ 40 bilhões. Neste meio tempo, o barril de petróleo iniciou 2011 valendo pouco mais de US\$ 90, entretanto o seu aumento médio foi de 16,1% entre 2011 e 2012

---

<sup>23</sup> A Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) é um encargo setorial que possui diversos objetivos, como promover a universalização do serviço de energia elétrica em todo o território nacional, conceder descontos tarifários a diversos usuários, custear a geração de energia nos sistemas elétricos isolados, pagar indenizações de concessões, garantir a modicidade tarifária, promover a competitividade do carvão mineral nacional, entre outros (SGT, 2015).

(FMI, 2017). Enquanto isso (ANP, 2017), aponta que o preço médio que a Petrobrás cobrava pela gasolina era de R\$ 2,73 no período, tendo iniciado o primeiro trimestre de 2011 em R\$ 2,63, aumento de somente 3,8%. Para o óleo diesel houve aumento de pouco menos de 2%, de R\$ 2,02 para R\$ 2,06 em média. Em março de 2012 a companhia já tinha perdido quase R\$ 1 bilhão em função da defasagem de seus preços (Schüffner, 2012).

#### **2.2.4.3 Uma análise de discurso: a opinião da equipe econômica**

Existem declarações de integrantes da equipe econômica do governo, ainda que não formais, de que a NME já estava em vigor desde o final de 2011. Mas, as declarações mais explícitas a respeito da nova forma de conduzir a política econômica não vieram no primeiro ano de mandato, mas sim no final do segundo ano, quando algumas medidas foram tomadas com mais veemência. No dia 19 de dezembro de 2012, o ministro da Fazenda publicou em jornal especializado um texto com o seguinte título: “O primeiro ano da nova matriz econômica” (Mantega, 2012). No texto, Mantega (2012) mencionou que o Brasil estava vivendo uma mudança estrutural em sua economia, colocando juros em níveis normais para uma economia sólida e com baixo risco, questionando inclusive a existência de juros tão elevados enquanto o governo sustentava superávits primários robustos e contínuos, com grande potencial de crescimento econômico e dívida pública com trajetória cadente. Para ele, os juros causariam outras distorções perversas na economia brasileira, a apreciação cambial e a carga fiscal elevada, nocivos para o desenvolvimento e o crescimento industrial.

Então, elegeu-se como desafio dar um salto de competitividade na economia brasileira, removendo as distorções que os juros elevados e o câmbio apreciado traziam aos ganhos de competitividade, sobretudo industriais. As desonerações eram vistas não como passageiras, mas como uma redução real da carga tributária, privilegiando o setor produtivo. Entretanto não seria um caminho fácil, o ministro previu que nos primeiros momentos haveria dificuldades inclusive para empresas do setor produtivo, que estavam acostumadas com juros altos, aplicando seus recursos de caixa para ganhos não-operacionais; todavia, o longo prazo compensaria essas perdas. Mantega (2012) anunciou concessões, investimentos em infraestrutura, redução do preço da energia e crédito abundante.

Este documento não foi o primeiro que versou sobre a Nova Matriz, mas ele registra, ainda que não com muita precisão, quando teria iniciado tal arcabouço de política econômica. Abreu (2012), aponta que o então ministro Guido Mantega afirmou, em julho de 2012, que o país estava praticando uma nova matriz macroeconômica, uma mudança que havia vindo para ficar. Outro integrante da equipe que foi a público falar sobre a Nova Matriz Macroeconômica

foi Márcio Holland, secretário de política econômica do Ministério da Fazenda à época. Holland (apud Romero, 2012), frisou que a nova matriz não substituiu o tripé (câmbio flutuante, meta de inflação e superávit primário) e afirmou que a NME trouxe novo tripé em relação ao convencional, à taxa de juros reduzida, algo inclusive esperado pelos analistas de mercado e acadêmicos, uma taxa de câmbio mais competitiva e uma “consolidação fiscal amigável ao investimento e ao crescimento”. Essa consolidação fiscal seria uma política fiscal anticíclica, como o governo vinha adotando, alongando o prazo de vencimento da dívida pública para reduzir seu principal e também fazer uso de desonerações para o setor produtivo em diversos setores – ao todo 41 a partir de 2013<sup>24</sup>. Ademais, contavam-se com investimentos em infraestrutura através de concessões de rodovias, ferrovias e portos, reduzindo custos e aumentando eficiência e competitividade.

### **2.3 Nova Matriz em cheque – 2013**

A partir de 2013 algumas das políticas lançadas anteriormente passaram a dar sinais de insucesso. Na política monetária, por exemplo, a inflação começou a crescer e o BCB optou por juros maiores; na política fiscal, os resultados não se concretizavam como esperado; na política cambial, o câmbio não teve a contrapartida que o governo pretendia na balança comercial. Isso fez com que a política econômica mudasse, recuando medidas em algumas frentes e intensificando em outras, como o PBM que já previa para 2013 uma ampliação do seu arsenal de medidas. Vejamos como se comportou a NME em 2013, descritas no escopo das políticas econômicas levadas a efeito. Para tornar a exposição mais leve, os Gráficos com dados referentes a 2013 estão na seção 2.4, que conta a história da NME em 2014.

#### **2.3.1 Política monetária**

Depois de manter os juros nominais em 7,25% anuais entre setembro de 2012 e abril de 2013, o BCB passou a reverter essa política. Naquele momento, o IPCA estava muito próximo do teto da meta de inflação de 6,5%. Essa aceleração ocorria desde julho do ano anterior, puxada especialmente pelos alimentos e bebidas, categoria a qual, segundo a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) realizada pelo IBGE corresponde ao maior peso da estrutura de ponderação do IPCA (22% da cesta de consumo brasileira). Esse grupo de produtos havia acumulado em

---

<sup>24</sup> Aspecto que vale ser lembrado de Holland apud Romero (2012) é que ele confiava que o empresário não tinha medo de investir, o único agente receoso na economia seria o rentista, com seus ganhos sobre a taxa Selic deteriorados

junho de 2012 uma alta de 7,3% em 12 meses; em abril de 2013 o aumento chegou a 14% segundo o IBGE (2017a).

Para manter os juros nas reuniões de janeiro e março de 2013, o Copom avaliou que as pressões inflacionárias daquele momento eram sazonais e localizadas no segmento de transportes e de outros fatores (BCB, 2017). Além disso o comitê entendia que o ritmo de recuperação da economia doméstica ainda não era tão intenso quanto se esperava. A ata da reunião de abril, que teve como decisão a alta dos juros para 7,5% dava maior destaque para o nível elevado de inflação do momento, o crescimento da atividade no primeiro trimestre de 2013 (que pressionaria a demanda agregada) e o setor público em posição fiscal expansionista.

Diga-se de passagem, no pronunciamento do Dia Mulher, 8 de março, Dilma anunciou a isenção de impostos federais para a cesta básica, a medida tinha como objetivo baratear o acesso à cesta básica e, concomitantemente, a queda da inflação. A presidente realizou este discurso mencionando que “contava” com os empresários para que o corte de impostos representasse uma redução de pelo menos 9,25% no preço das carnes, café, manteiga, óleo de cozinha e 12,5% na pasta de dentes e nos sabonetes (VILLAVERDE, MOURA e MONTEIRO, 2013).

Em março, durante um encontro entre os líderes dos BRICS, Dilma fez um discurso contra o uso de elevadas taxas de juros para conter a inflação. A presidente argumentou que esse tipo de instrumental estaria ultrapassado e que haveria outras formas de combater inflação, especialmente aquela proveniente de choques de oferta. Embora isso corroborasse a política monetária até então, não foi seguida pelo Banco Central no restante do ano. O ciclo de alta dos juros não cessou e em um ano eles saíram de 7,25% para 10,75% anuais. O IPCA atingiu seu pico em 2013 no mês de junho, chegando a 6,7% acumulado em 12 meses e fechou aquele ano pouco acima de 5,9% (IBGE, 2017a).

Mesmo que a taxa de inflação estivesse dentro da banda das metas, o resultado era questionável. Os preços administrados fecharam 2013 com o acúmulo de apenas 1,5%, enquanto os preços livres subiram 7,3%, mesmo contando com a adoção das desonerações tributárias. Para efeito de comparação, 2012 teve reajuste de tarifas administradas em 3,6%. As tarifas de energia elétrica representaram, com a mudança do marco regulatório, uma queda de mais de 15% em 2013, mesmo que ao alto custo fiscal comentado previamente. Embora o óleo diesel tivesse sofrido um aumento de mais de 15% ao longo do ano, as tarifas de transporte público foram congeladas devido aos protestos daquele ano.

Os juros futuros foram crescentes ao longo de 2013. No início do ano, o mercado marcava os juros-DI futuros com prazos superiores a 10 anos em 9,25% ao ano, superior à taxa



vigente até então, de 7,25%. No meio do ano, a expectativa dos agentes chegava a juros básicos de 11,75% (Selic no momento em 8,25%) e terminou o ano em 13% ao ano (Selic em 10%), dados da BM&F-BOVESPA (2017). Esses fatos mostram que o mercado não acreditava na consistência das taxas de juros baixas, apostando que a inflação ou outros fatores levariam o Banco Central a subir as taxas de juros. Esses indicadores eram congruentes à expectativa do IPCA por parte do Relatório de Mercado Focus para os próximos 12 meses, que se mostrava próximo a 5,7% no início do ano, 5,9% no meio do ano e 6,1% no final dele.

A taxa de câmbio também foi importante para a aceleração da inflação. O ano se iniciou com o dólar a R\$ 2,04 e terminou o primeiro semestre com R\$ 2,21, no auge das manifestações e no final do ano a cotação chegou a R\$ 2,34, segundo o BCB (2017), fortemente influenciado pela reversão do *Quantitative Easing*.

No mercado de crédito, continuou-se a intensificação da sua expansão pelos bancos públicos. A carteira de crédito da CEF passou de R\$ 361 bilhões em 2012 para R\$ 494 bilhões em 2013, aumento nominal de 36,8%. Quase R\$ 65 bilhões foram direcionados ao crédito habitacional e R\$ 50 bilhões para o comercial (CEF, 2013). Os desembolsos do BNDES cresceram mais de 22% em 2013, de R\$ 156 bilhões (2012) para R\$ 190 bilhões (2013) (BCB, 2017). Como relata Torres (2013), em março desse ano a agência de classificação de risco Moody's rebaixou a nota de crédito de longo prazo da CEF e do BNDES, destacando a deterioração na qualidade de crédito intrínseca dos bancos e o enfraquecimento das suas posições de capital de nível 1 (SARAIVA, MARTINS E SANTOS, 2013).

Ao final de 2013, houve uma amostra da falta de sintonia das autoridades econômicas, algo que marca o governo Dilma. O presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, negou que existiria, à época, controle do governo sobre o preço de derivados de combustíveis, contradizendo a fala de Graça Foster, presidente da Petrobras naquele momento, a qual tinha admitido defasagem de preços domésticos em relação ao exterior. Além disso, a autoridade monetária afirmou na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado que a mudança da matriz econômica não faz parte do pensamento dos quadros do Banco Central e não estava presente nos discursos de ninguém da administração daquele momento (ECONOMIA & NEGÓCIOS e AGÊNCIA ESTADO, 2013).

### **2.3.2 Política fiscal**

No plano fiscal, alguns benefícios aumentaram de envergadura: essa rubrica era projetada em R\$ 170 bilhões segundo o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA), entretanto segundo o Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros da Receita Federal (CETA-RF, 2017),

as renúncias chegaram a R\$ 223 bilhões naquele ano, contra R\$ 181 bilhões em 2012. A (COFINS) foi o principal tributo utilizado para a ampliação desses benefícios, por meio da qual foram eliminados os impostos da cesta básica (R\$ 7,7 bilhões para R\$ 11,5 bilhões) e ampliados os benefícios do Simples Nacional (R\$ 15,3 bilhões para R\$ 17,2 bilhões); além disso, a previdência social deixou de receber quase R\$ 9 bilhões em função da desoneração da folha de salários (R\$ 3,6 bilhões para R\$ 12,2 bilhões).

Em 2012 o governo anunciou o Inovar Auto, que entrou em vigor em 2013, comprometendo-se com a isenção de 30% no IPI das montadoras que realizassem a metade das etapas fabris dentro do Brasil em ao menos 80% da produção. Os fabricantes também teriam que escolher dois dos seguintes três requisitos: investimento em P&D, investimento em engenharia, tecnologia industrial básica e capacitação de fornecedores, ou participar do Programa Brasileiro de Etiquetagem Veicular (MARTELLO e OLIVEIRA, 2012). O novo regime custou R\$ 850 milhões em 2013 para os cofres públicos, segundo o CETA-RF (2017).

Outra iniciativa que teve impactos fiscais foi o programa Minha Casa Melhor, lançado em junho de 2013, que objetivava baratear produtos domésticos para os beneficiários do MCMV. Seria autorizado um volume de R\$ 5 mil em crédito, por meio da CEF, que recebeu uma capitalização no valor de R\$ 8 bilhões para esta finalidade (COLETTA e ALVES, 2015).

Esses resultados contribuíram para o resultado primário de 2013 chegar a R\$ 91 bilhões, cerca de 1,9% do PIB, menor resultado desde 2003 até então. A meta para o superávit primário previsto pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) era de 3,1% do PIB, mas o governo novamente usou abatimentos do PAC (R\$ 45 bilhões ou 0,8% do PIB) e aprovou uma emenda à LDO que permitiu descumprir a meta dos governos regionais. Os estados e municípios economizaram apenas R\$ 16,5 bilhões enquanto que a meta era de R\$ 47,8 bilhões. Com isso o governo federal cumpriu a meta que passou efetivamente para R\$ 73 bilhões (VALOR, 2014).

### **2.3.2.1 Contabilidade Criativa: por dentro do Tesouro Nacional**

Peres (2015) descreve os bastidores da política fiscal ao longo de 2013 e também de 2014. Em julho de 2013, técnicos do TN elaboraram um diagnóstico sobre a situação fiscal do governo. Os responsáveis preocupavam-se com a possibilidade de *downgrade* na classificação de risco do Brasil por parte da *Standard and Poors* (S&P), com a trajetória da dívida pública e dos gastos públicos e com a credibilidade da política fiscal. Outros avisos apareceram em setembro de 2013, num novo relatório, incluindo novos problemas, como o déficit sem perspectiva de redução e os esqueletos no orçamento.

Algumas informações dos técnicos eram de que a S&P divulgara em seu relatório de novembro de 2013 a preocupação com a performance fiscal. Ademais, os restos a pagar eram crescentes, passando de 3% do PIB em 2009 para mais de 3,5% em 2013, o caixa da dívida pública, que serve como colchão de liquidez tinha apresentado redução preocupante e as emissões diretas sem contrapartida impactavam diretamente o pagamento de juros e principal, havia grandes déficits acumulados em equalizações, linhas de crédito com juros reais negativos e a inadimplência em programas de financiamento do governo. Como propostas para a solução desses imbróglis, os técnicos apontavam reduzir a emissão de títulos públicos, diminuir o prêmio Selic sobre os Certificados de Depósito Interbancário (CDI), adotar condutas para recuperar a capacidade de coordenar expectativas melhorando as projeções e anunciando indicadores macroeconômicos mais realistas, divulgando objetivos e meios de ação e também antecipar e publicitar os eventos que possam ser objeto de questionamento, adequar as taxas nos programas com subvenção, pagar os restos a pagar dentro de três anos, alterar a TJLP para alinhá-la aos juros nominais de longo prazo e interromper as operações que produziam resultado primário sem contração da demanda agregada ou que gerassem efeitos negativos sobre o resultado nominal.<sup>25</sup>

Peres (2015) aponta que o TN atrasava sistematicamente os repasses de recursos para a CEF pagar o seguro-desemprego e o abono salarial no segundo semestre de 2013. Após o vice-presidente da CEF pedir oficialmente a liberação de recursos ao TN, Arno Agustin reclamou com a direção do banco, que em dezembro de 2013 cobrou quase R\$ 1,8 bilhões via Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal, o que não teve resultado. Internamente, a ordem de Arno Agustin era ignorar os pedidos da Câmara de Conciliação, da CEF e do BCB, que havia observado grandes desfalques nas subcontas do balanço da CEF (PERES, 2015). O Banco do Brasil também sofreu com atrasos na equalização de crédito rural (R\$ 7,5 bilhões) e R\$ 1,3 bilhões relativos a remuneração, bônus e rebates. Peres (2015).

---

<sup>25</sup> Segundo Peres (2015), durante a reunião para a discussão da situação fiscal, em novembro de 2013, o então secretário do TN, Arno Agustin, mencionou que havia convocado a reunião para “pôr fim ao que considerava uma rebelião contra a política econômica e não para tratar de cenários fiscais”. Assim, ele contrariou os subordinados que discordavam da condução da política fiscal e a consideravam perniciosa se mantida como estava. Isso mostra um pouco da forma como Dilma e Arno Agustin lidavam com discordância de seus pares e subordinados. Peres (2015) descreve que o dissenso não era bem visto, Ministros e servidores que participaram de reuniões longas com dezenas de participantes em que os questionamentos técnicos eram considerados ofensas ao projeto do governo e resultavam em broncas ao invés de debates por parte da presidente.

### 2.3.3 Política Cambial

No início de fevereiro de 2013, Mantega afirmou que o governo interviria no câmbio para evitar a valorização do real, definindo um piso de R\$ 1,85 por dólar para a taxa que começou o ano em R\$ 2,04. O ministro afirmou que o governo poderia adotar a elevação do IOF nas operações de ingresso de moeda estrangeira e acúmulo de reservas (REDAÇÃO, 2013). A declaração não era compatível com a sinalização do presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, que afirmava que a inflação estava resistente e preocupante. Durante o ano o dólar variou entre R\$ 2,00 e R\$ 2,40, tendo maior elevação principalmente durante o primeiro semestre, em que a média da cotação ficou em R\$ 2,28 por dólar. O Banco Central atuou no mercado de câmbio: entre janeiro e maio de 2013 não houve colocação de *swaps* cambiais, porém a partir de junho de 2013 o Banco Central passou a atuar, vendendo mais de R\$ 39 bilhões em *swaps* naquele mês. Entre junho e dezembro as operações somaram R\$ 259 bilhões.

Em junho de 2013 a Fazenda anunciou duas medidas que iam contra a desvalorização do real: zerou o IOF tanto para aplicações de investidores estrangeiros em renda fixa (antes em 6%) quanto sobre derivativos (instituída em 1% em 2011). Como forma de arrecadar mais sob a forma de tributos e também com o objetivo de equilibrar as contas externas, o governo elevou as alíquotas de IOF sobre operações de cartões de débito no exterior, que foi saiu de 0,38% para 6,38%, no final de dezembro (G1, 2013 e CAMPOS e RESENDE, 2013).

### 2.3.4 Outras decisões de política econômica

Em 2013, Silva (2014) entrevistou três analistas brasileiros e um investidor americano com relação aos erros da política econômica ao longo do ano. Entre os elementos mais citados estiveram os atrasos no cronograma de concessões proposto pelo governo. Amato e Mendes (2012) relatam que o Programa de Investimentos em Logística (PIL), lançado em 2012 para iniciar seu cronograma em 2013, previa a aplicação de mais de R\$ 133 bilhões na reforma e construção de rodovias e ferrovias por meio de concessões ao longo de 25 anos. O modelo previa a seleção das concessionárias pelo menor valor da tarifa dos pedágios e os primeiros editais já estariam prontos no primeiro mês de 2013. Segundo Dias (2012) o modelo proposto não era suficiente para gerar investimentos, porque necessitariam de uma taxa de remuneração em torno de 8%, enquanto a primeira proposta do governo previa 5,5% e posteriormente, após alguns insucessos, subiu para 7,2%.

Segundo Ribeiro (2017), um dos graves problemas por parte do governo na condução dos contratos de concessão foi de que as taxas internas de retorno utilizadas como referência

nos estudos de viabilidade das concessões não estavam alinhadas com as melhores práticas do mercado. Desde 2003 a metodologia para calcular a avaliação do risco Brasil e do risco setorial havia sido subestimada. Essa prática se combinou às seguintes práticas do TCU:

- a) não prever, nos estudos de viabilidade, como parte da metodologia do CAPM<sup>26</sup> taxa específica para considerar o risco regulatório (que, na minha percepção, cresceu nos últimos, inclusive pela perda de independência das agências reguladoras;
- b) não prever, nos estudos de viabilidade, quando cabível, taxa específica para compensar a baixa liquidez, decorrente de ser a concessionária uma empresa pequena e vinculada a um único projeto (*small cap premium*); e,
- c) não prever nas modelagens de projetos mais complexos valores para lidar com contingências de custo, por exemplo, das incertezas em torno de custos de investimento (RIBEIRO, 2017, p. 81-82).

Somando-se essas decisões com a opção do governo por diminuir as taxas internas de retorno, houve o fracasso de várias licitações, como a concessão da BR 262-ES, da BR 116-MG e as duas licitações vazias do Trem Bala (RIBEIRO, 2017).

Pinheiro e Azevedo (2017), discorrem sobre mudanças no ambiente regulatório das ferrovias, que teve como resultado o aumento do risco político-regulatório de investir no setor. A insegurança regulatória e institucional gerada acabou por inviabilizar todas as concessões previstas no PIL, que tinham investimento esperado de R\$ 91 bilhões. Alguns leilões foram exitosos como dos aeroportos do Galeão e de Confins, que arrecadaram mais de R\$ 20 bilhões (ALVARENGA E GASPARIN, 2013). Ribeiro (2017) alerta sobre os resultados negativos das concessões do setor aeroportuário: a Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (Infraero) foi obrigada a ser sócia de todas as concessionárias e isso a fez participar dos investimentos, o que tanto tem custo fiscal relevante quanto pode afetar a rentabilidade pela concessionária.

#### **2.4 Aprofundamento e desaceleração – 2014**

Durante o último ano do primeiro mandato, o governo Dilma foi contestado por suas escolhas de política econômica: política de juros e ancoragem da inflação, controles de preço, política macroprudencial, mudanças unilaterais de marco regulatórios, contabilidade criativa, deterioração fiscal, gestão das concessões e das empresas estatais. Como se tratava de um ano eleitoral, logo no seu início debruçou-se sobre a dúvida de como seria um novo governo, sendo

---

<sup>26</sup> *Capital Asset Pricing Model* – metodologia utilizada com a finalidade de precificação dos modelos de concessão.

Dilma reeleita: continuaria a exercer uma contabilidade duvidosa? Apostaria mais uma vez na desvalorização do câmbio para alavancar as exportações? Permaneceria fazendo uso das estatais para administrar a inflação? O BCB, teria maior independência?

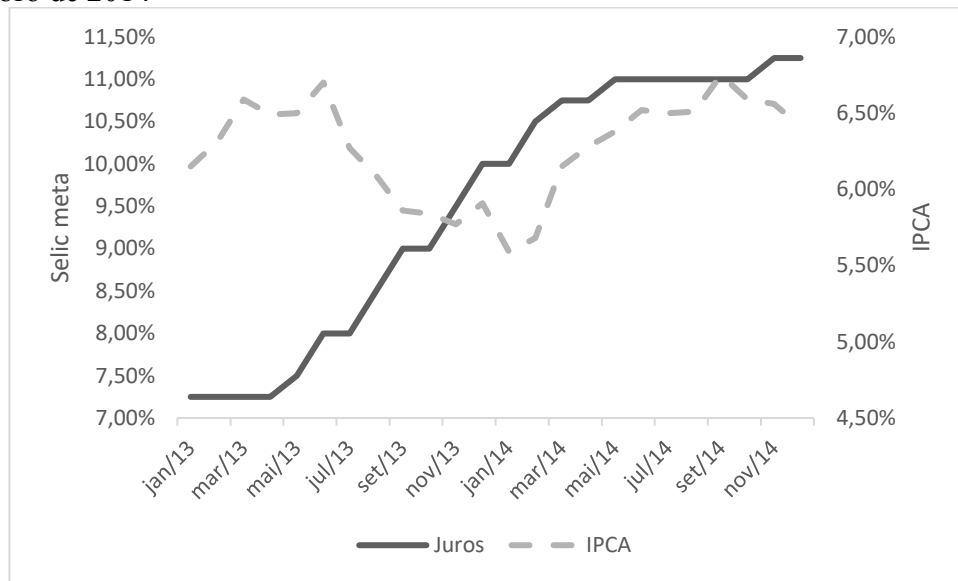
Conjuntamente a essas dúvidas, a política econômica ainda não havia mudado com relação ao ano anterior: manteve a alta dos juros como forma de combater a inflação, intensificou a frequência dos leilões de *swap* cambial como forma de controlar preço do dólar, apostou em mais despesas e subsídios como forma de estimular a economia no ano eleitoral, e expôs a Petrobras a circunstâncias ainda mais severas, entre outros fatos que discorreremos a seguir.

#### **2.4.1 Política Monetária**

A política de juros exercida pelo BCB vinha de consecutivas altas dos juros desde meados do ano anterior. O ano começou com a taxa básica em 10%, que subiu de fevereiro a maio (11%) e assim permaneceu até outubro, após o segundo turno das eleições presidenciais, quando voltou a subir. Logo em janeiro, Valor (2014a) mostra o cenário em que o BCB se encontrava à época: desconfiança se os juros continuariam a subir em função do ano eleitoral, política fiscal dificultando o controle da inflação, adiamento do choque inflacionário dos preços administrados e uma discussão sobre a independência do BCB, que se tornou tema da disputa eleitoral daquele ano.

Mesmo reagindo à alta da inflação, a atuação do BCB continuou a ser questionada. Para Santos (apud Silva, 2014), o patamar em que os juros se encontravam em abril não era o suficiente para trazer a inflação para o centro da meta, pois o patamar inicial já era historicamente baixo (7,25%). Outrossim, as tarifas públicas represadas passavam a ter um efeito pernicioso à inflação, pois os empresários já teriam passado a incorporar em seus preços a expectativa desses aumentos de preços no futuro. Assim, as expectativas de inflação ainda pior levariam a um círculo vicioso e demonstraria uma resistência estrutural. A condução dos juros e a trajetória da inflação podem ser vistos no Gráfico 7.

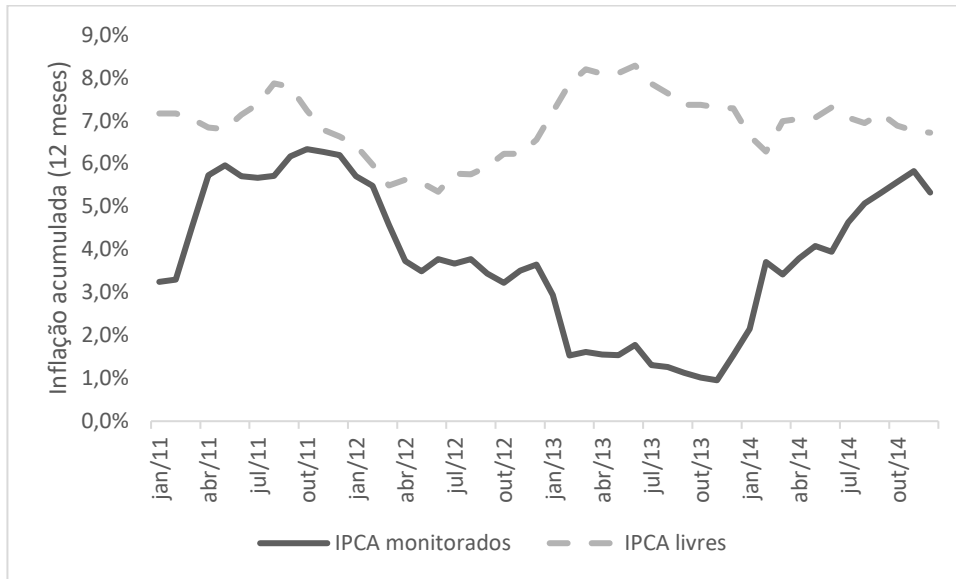
**Gráfico 7 – Selic meta (ao ano) e IPCA acumulado em 12 meses de janeiro de 2013 a dezembro de 2014**



Fonte: IBGE e BCB. Elaboração própria.

O IPCA encerrou o ano de 2013 a 5,91% e, apesar da contração monetária produzida pelo BCB, a inflação acelerou-se continuamente e ultrapassou o teto da meta em junho de 2014. O índice orbitou acima do teto de 6,5% e cedeu apenas no final do ano, terminando em 6,41%. O Copom justificou a manutenção dos juros por três vezes consecutivas, todas votadas de forma unânime e mesmo em cenário de aceleração inflacionária, cuja razão baseava-se em seu esforço prévio em aumentar as taxas de juros, cujo efeito ainda estaria por se materializar, bem como o realinhamento dos preços domésticos em relação aos estrangeiros e os administrados em relação aos livres. A dissonância entre preços livres e administrados durante todo o mandato pode ser vista no Gráfico 8.

**Gráfico 8** – Evolução dos preços livres e administrados, acumulados em 12 meses, de janeiro de 2011 a dezembro de 2014



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

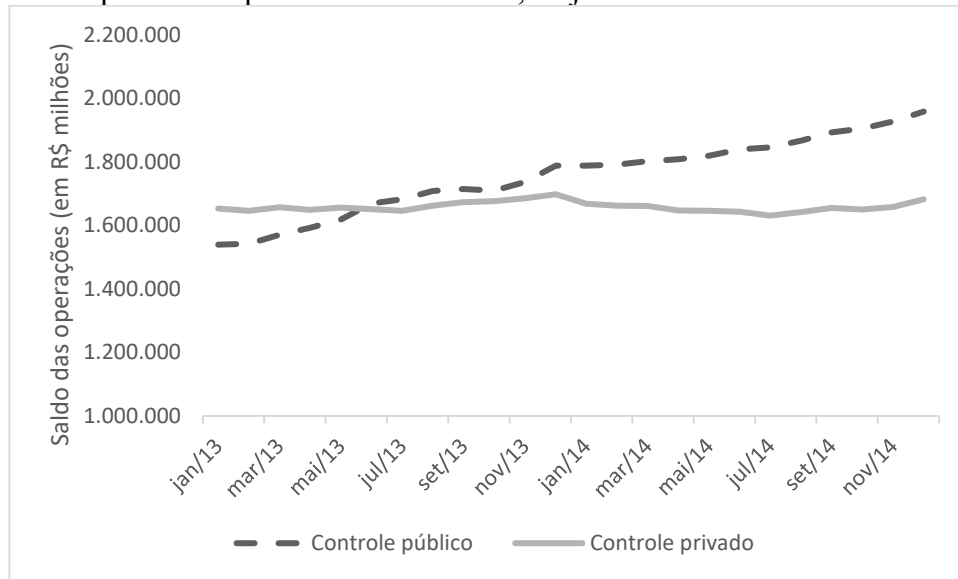
As maiores disparidades entre os preços livres e administrados ocorreram em julho de 2013, quando os preços livres chegaram a subir 7,9% em 12 meses e os administrados apenas 1,3%, porém essas discrepâncias foram corrigidas no início de 2014, em que o indicador subiu de 1,5% em dezembro de 2013 para 3,7% em fevereiro de 2014. A variação foi puxada principalmente pela energia elétrica que vinha bastante defasada e subiu 17,1% no ano. Entretanto outros preços continuaram mantidos: gasolina teve um acréscimo de 2,9% durante o ano e as tarifas de metrô, 2,4%<sup>27</sup>.

No âmbito da concessão de crédito, ao longo de 2014, as operações do setor público se intensificaram fortemente. Segundo o BCB (2017), enquanto os empréstimos do setor privado recuaram em valores reais em pouco menos de 1%, as operações do setor público tiveram crescimento real de aproximadamente 9,5%. O Gráfico 9 mostra essa trajetória desde 2013.

<sup>27</sup> Em agosto, segundo o UOL (2014), a Petrobras teve um prejuízo líquido superior a R\$ 3,8 bilhões, pois a empresa comprava petróleo e derivados no exterior para revender dentro do Brasil a um preço mais baixo. O prejuízo acumulado pela área de abastecimento da companhia somava mais de R\$ 55 bilhões. A então presidente da petroleira, Graça Foster, comunicava-se de forma a pressionar por aumento nos preços da gasolina.



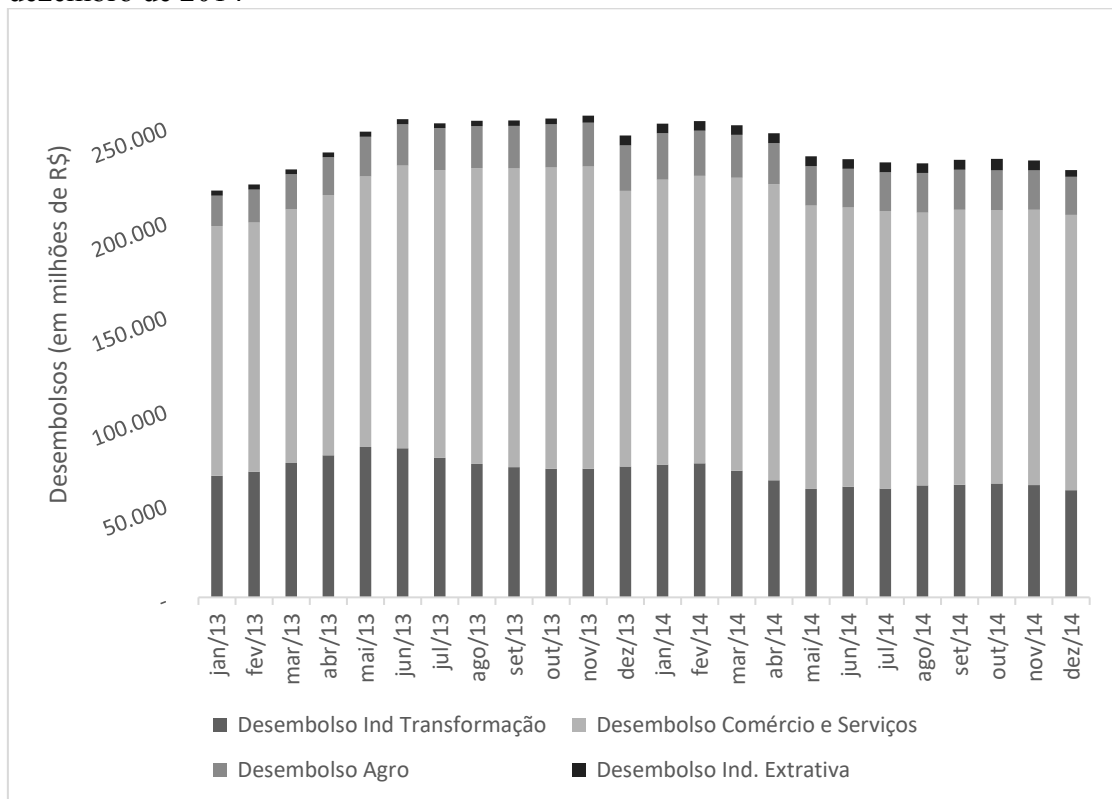
**Gráfico 9** – Saldo das operações crédito dos setores público e privado em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2013 a dezembro de 2014



Fonte: BCB (2017). Elaboração própria.

Como se pode observar, as operações em controle do setor público ultrapassaram as do setor privado ao longo de 2013. O BNDES, que tinha diminuído seu volume de desembolsos em 2012, aumentou em mais de 15% em termos reais seu volume de concessão de 2012 a 2013; de 2013 a 2014, porém, houve um recuo de 7,4%, o que pode ser visto no Gráfico 10. O ritmo de desembolsos do BNDES possivelmente foi afetado pela crise de confiança do empresariado em relação aos rumos da política econômica, o que causou a desaceleração da economia, cujo PIB cresceu apenas 0,1% em 2014. Portanto, o crescimento do crédito público deveu-se, mais uma vez, à atividade exercida pela CEF, que conforme dados da instituição, ampliou o crédito total à época de R\$ 494,2 bilhões em 2013 para R\$ 605 bilhões em 2014. Desse aumento, 62,6% deveram-se ao crédito habitacional, impulsionado pelo MCMV, com volume de quase R\$ 35,9 bilhões (CEF, 2014).

**Gráfico 10** – Desembolsos do BNDES segmentados por setores, acumulados em 12 meses em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2012 a dezembro de 2014



Fonte: BNDES (2017). Elaboração própria.

Na esteira das eleições presidenciais, principalmente durante o mês de agosto, o curso da política de juros durante o governo que estava chegando ao fim passou a ser debatido: os principais adversários de Dilma, Aécio Neves (PSDB) e Marina Silva (PSB) posicionavam-se contra a política econômica do governo vigente. Dilma defendia que a instituição já tinha autonomia operacional e que a política econômica do país seria uma prerrogativa do poder executivo. Aécio Neves defendia mais autonomia, mas julgava mais importante a sinalização que o presidente da república dava em relação à autonomia do que uma lei que garantisse a independência do BCB. A candidata do PSB tinha uma posição mais contundente, defendia uma independência garantida por lei para a instituição (CALEIRO, 2014).

#### 2.4.2 Política Fiscal

A meta fiscal estabelecida para 2014 era de 1,9% do PIB, estimados naquele momento em R\$ 99 bilhões. Entretanto, assim como em 2013, o governo central não seria obrigado a cumprir o esforço fiscal dos estados, municípios e estaduais, além de poder abater da meta os gastos do PAC. Com esse relaxamento da meta, o governo central poderia incorrer num superávit de apenas R\$ 58 bilhões (1,1% do PIB) sem descumprir formalmente a meta

estabelecida. Para especialistas, o governo já havia passado trabalhar com uma ‘banda fiscal’ que permitia uma política fiscal mais frouxa e menos transparente (MARTELLO e AMATO, 2014). Essa desconfiança aparecia de forma generalizada entre os analistas, preocupados com os possíveis piores perfil e trajetória da dívida pública, o que é relatado por Silva (2014). Para cumprir o esforço fiscal, o governo previu um contingenciamento da ordem de R\$ 44 bilhões para o ano e um crescimento do PIB de 2,5%.

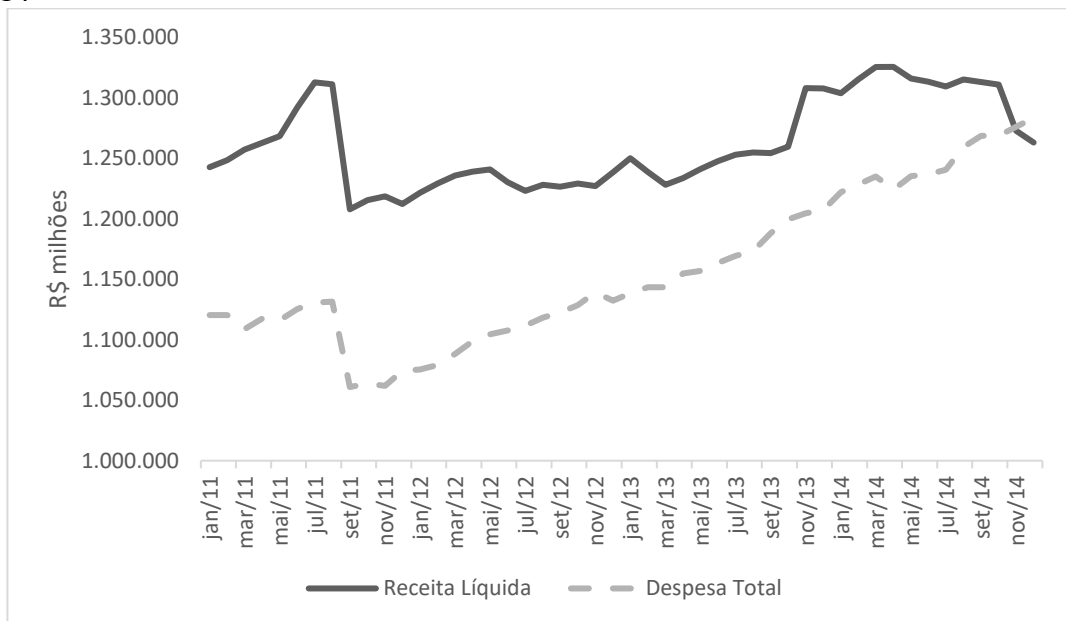
Diante dos resultados frustrantes da economia e do avanço de algumas despesas como os benefícios sociais – que passaram de 8,89 % do PIB para 9,29% do PIB (GOBETTI e ORAIR, 2015) – o governo enviou ao Legislativo uma proposta para ampliar substancialmente o abatimento permitido pelas despesas do PAC, o que virtualmente anulava a necessidade institucional do superávit primário (LIMA, 2014). A alteração da LDO foi aprovada no Congresso Nacional no início de dezembro. O resultado primário obtido naquele ano foi um déficit superior a R\$ 32 bilhões (0,59% do PIB), segundo BCB (2017).

Segundo TN (2017), as receitas primárias totais do governo central reduziram-se, em valores reais, pouco menos de 2,5% entre 2013 e 2014. Contudo, em termos reais, as despesas cresceram 6,33% no mesmo período, impulsionadas principalmente pelas despesas discricionárias do executivo<sup>28</sup>, que subiram 10,5% e os benefícios previdenciários que cresceram 3,8%, todos em termos reais. O Gráfico 11 permite observar o comportamento das despesas e do gasto público não apenas em 2013 e 2014, mas ao longo de todo o período da NME.

---

<sup>28</sup> Quatro pastas tiveram forte aporte em 2014, a preços de outubro de 2017, em relação ao ano anterior: Ministério dos Transportes (aumento de R\$ 2,5 bilhões), Ministério do Desenvolvimento Agrário (R\$ 2,6 bilhões), Ministério da Defesa (R\$ 2,3 bilhões) e Ministério das Cidades (R\$ 2,9 bilhões).

**Gráfico 11** – Receita líquida e despesa total do governo central, acumulados em 12 meses, em R\$ milhões, deflacionados pelo IPCA para outubro de 2017, de janeiro de 2011 a dez/2014



Fonte: TN (2017). Elaboração própria.

O Gráfico 11 também mostra o crescimento constante das despesas do governo central, bem como a desaceleração do crescimento da receita líquida, afetada pelas desonerações, o crescimento real médio das receitas foi de 0,7% ao ano, muito inferior ao crescimento do segundo mandato de FHC, 7,1%, e de Lula I e II, 5,7% e 9,7%. Durante todo o mandato, houve crescimento real das despesas em média 3,8% ao ano, inferior ao segundo mandato de FHC (5%, em média) e aos governos Lula I e II (5,9% e 9,7%, respectivamente) segundo TN (2017).<sup>29</sup>

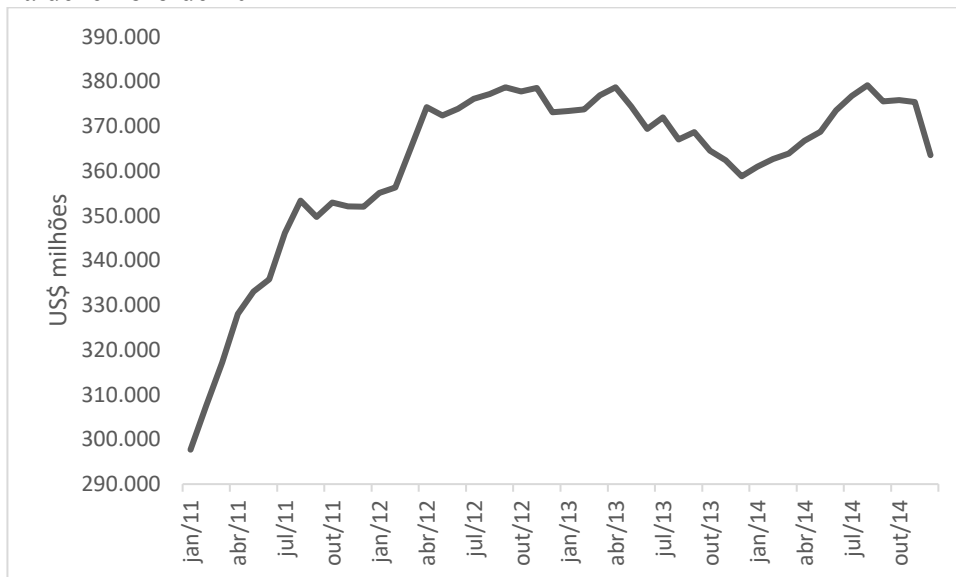
Outro evento de natureza fiscal de impacto grave para a política econômica e as instituições no Brasil foram as chamadas “pedaladas fiscais”. O governo Dilma atrasou o repasse de recursos para benefícios sociais e subsídios para CEF, Banco do Brasil e BNDES para que, com recursos indevidamente ainda em caixa, as contas públicas estivessem artificialmente melhores do que realmente estavam. O valor pago somente no final de 2015, informado pela TN, foi de R\$ 55,8 bilhões referentes a atrasos de benefícios sociais, subsídios, operações de crédito rural e ao programa MCMV (MARTELLO, 2015). O procedimento foi considerado crime de responsabilidade pelo TCU, por ferir a LRF e permitiu a abertura do processo de *impeachment* da então presidente Dilma, em 2015, em seu segundo mandato.

<sup>29</sup> A deterioração das contas públicas e o receio com a perda do *investment grade* tornaram a política fiscal um ponto relevante na disputa presidencial, de forma que o mercado financeiro respondia de forma contrária quando Dilma ganhava intenções de voto. Silva (2014) comenta que Aécio Neves e Eduardo Campos (PSB) diziam ao mercado que realizariam um ajuste fiscal caso fossem eleitos.

### 2.4.3 Política Cambial

Durante o primeiro mandato da presidente Dilma houve um aprofundamento dos déficits em transações correntes, mesmo com o governo administrando a desvalorização cambial. O valor deficitário acumulado em 12 meses foi de US\$ 77 bilhões em 2011 e finalizou 2014 num saldo negativo de US\$ 104,2 bilhões. Os investimentos diretos no País sustentaram sistematicamente o déficit crescente, bem como contribuíram para a acumulação de reservas ao longo do período, que foram de US\$ 297,7 bilhões em 2011 para, US\$ 363,6 bilhões em 2014. Essa trajetória pode ser vista no Gráfico 12.

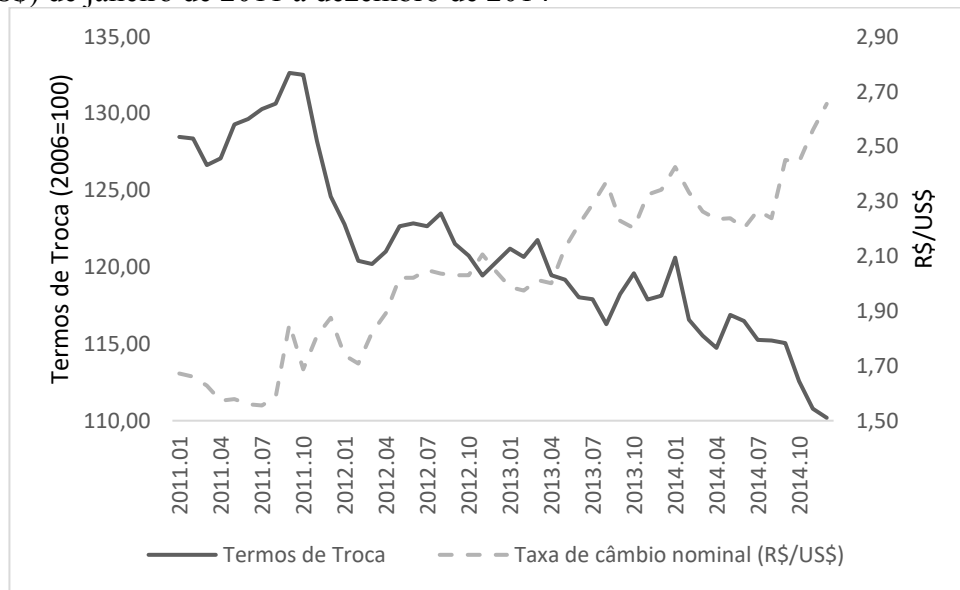
**Gráfico 12** – Reservas Internacionais – Conceito liquidez – em US\$ milhões, de janeiro de 2011 a dezembro de 2014



Fonte: BCB (2017). Elaboração própria.

Os termos de troca iniciam o ano de 2011 em alta, favorecendo o crescimento econômico daquele ano. Porém, já ao final dele, os termos de troca mudam de trajetória e apresentam tendência cadente prejudicando o resultado do setor externo, como argumentam Biancarelli et al. (2017) e contribuindo para a desvalorização do câmbio que pode ser vista no Gráfico 13. O resultado da balança de transações correntes também foi um produto dessas flutuações: o déficit de 2011 de 2,9% do PIB orbitou esse percentual até 2014, quando as transações correntes pioraram, fechando o ano em déficit de 4,2% do PIB. O Gráfico 13 mostra a trajetória cadente dos termos de troca durante o governo Dilma, o que pode explicar a deterioração das contas externas.

**Gráfico 13** – Termos de troca (média de 2006 = 100) e taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) de janeiro de 2011 a dezembro de 2014



Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (2017) e BCB (2017). Elaboração própria.

No que toca ao comportamento do dólar, embora as transações correntes forçassem sua desvalorização, a entrada de investimentos balanceava esta tendência. Contudo, quanto mais se aproximava a eleição, mais intenso ficou o movimento especulativo de capitais, com entradas e saídas rápidas, o que implicou desvalorização cambial e, sobretudo, volatilidade da cotação do dólar. Segundo Silva (2014), quando as pesquisas eleitorais apontavam uma chance menor de vitória de Dilma nas urnas, o dólar perdia força, porque os investidores não confiavam que a manutenção das políticas adotadas seria positiva para o desempenho da economia no futuro. Sinalizava-se que o candidato do PSDB, Aécio Neves, seria mais favorável, por isso o real valorizava-se quando Dilma parecia perder fôlego eleitoral. Para conter a valorização do dólar, o BCB interveio no mercado a prazo. Assim, ao longo de 2014, a autoridade monetária negociou mais de R\$ 338 bilhões em *swap* cambial. Outra medida nessa direção foi a decisão de zerar o IOF referente a operações de empréstimos externos superiores a 180 dias, antes em 6%.

### 3 NME: uma interpretação

Para definir o que foi a NME, será necessário passar por algumas opiniões e descrições que abordaram aspectos que configurariam o que foram essas medidas de política econômica: potencialmente apenas um conjunto de ações intervencionistas adotadas pelo governo? Um plano elaborado pelo governo, que buscava melhoria da produtividade e maior crescimento, que é revertido no decorrer do mandato? Uma continuidade da “radicalização” da política econômica que se iniciou após a eclosão da crise financeira global de 2008? Embora esses fundamentos não se oponham diretamente, são diferentes pontos de vista do que foi este momento histórico. Em seguida, serão comentados quais aspectos compõem, e por lógica, quais não compõem, a NME.

As primeiras definições do termo foram cunhadas por autoridades do governo como citado anteriormente, quais sejam, o secretário de política econômica Márcio Holland e o ministro da Fazenda, Guido Mantega. Para ambos, no plano das políticas monetária, cambial e fiscal, a NME tratava-se de uma política de juros “normais”, que seriam mais baixos do que até aquele momento eram aplicados, de uma taxa de câmbio compatível com o crescimento das exportações, e de uma política fiscal anticíclica amigável aos investimentos privados. Portanto, a NME era um conjunto de medidas estritamente macroeconômicas que dizia respeito, mais especificamente às esferas fiscal, monetária e cambial.

Ferreira e Fragelli (2015) denotam que a NME foi uma escolha política voluntarista orientada pela ampliação do intervencionismo estatal em diversas áreas, tais como: ampliação do papel da Petrobras; enfraquecimento das agências reguladoras; intervenção no regime de metas de inflação; intervenção nas concessões; manipulação cambial; isenções tributárias; aportes de crédito; intervenção no setor elétrico; controle de preços de combustíveis e energia elétrica; protecionismo; e elisão da LRF com a adoção de contabilidade criativa. Para os autores, a NME foi uma tentativa de repetir o modelo de crescimento do sudeste asiático, sem outros pré-requisitos para essa empreitada. Barbosa Filho (2017, p. 52) define a NME de forma similar a Ferreira e Fragelli (2015): “(...) políticas de forte intervenção governamental na economia que combinaram política monetária com a redução da taxa de juros e política fiscal com dirigismo no investimento, elevação de gastos, concessões de subsídios e intervenção em preços.” Tudo isso sem deixar de lado o crescimento do papel do BNDES e a perda de credibilidade do BCB.

Pessôa (2017) faz uma lista que usa muitos dos elementos apontados por Ferreira e Fragelli (2015) e Barbosa Filho (2017): a NME é um conjunto de medidas macro, microeconômicas e institucionais. Alguns itens que Pessôa (2017) adiciona em sua lista são a

tolerância com a inflação; a adoção de teorias heterodoxas com relação ao processo de formação de juros; uso dos bancos públicos para baixar o *spread* bancário; e dificuldade ideológica no emprego do setor privado para a oferta de serviços de infraestrutura.

Fonseca (2016) trata a Nova Matriz Macroeconômica (NMM) de forma mais geral que os demais, mencionando-a apenas como a política econômica do governo Dilma. Para ele, essas medidas configuram uma política orientada a estimular a demanda diante de uma desaceleração econômica por meio de estímulos fiscais e monetários mais tradicionais como do modelo IS-LM. O autor também não aprofunda nas questões da fragilidade fiscal e da incerteza institucional presente no momento em questão.

Oreiro (2017) descreve que a NMM foi uma tentativa do governo Dilma de impulsionar o crescimento através de uma combinação entre desonerações tributárias, depreciação da taxa de câmbio nominal e redução da Selic. Para ele, a equipe econômica tinha a convicção de que a desaceleração do crescimento era um problema de demanda agregada, devido ao agravamento da crise internacional, acarretada principalmente pela questão do endividamento soberano dos países da zona do Euro. Oreiro (2017) argumenta que a equipe econômica do governo partia do diagnóstico de que a desaceleração do crescimento era um problema de demanda agregada, como já citado anteriormente. Portanto, a NMM<sup>30</sup> deveria produzir uma expansão fiscal e monetária no sentido de ampliar a demanda agregada e estimular o crescimento e a formação bruta de capital.

Bastos (2017), em apoio à NME, não faz menções à deterioração da credibilidade institucional da política econômica que, como mostrado anteriormente, manifestou-se na profunda erosão fiscal, contabilidade criativa, pedaladas fiscais, desconfiança acerca do compromisso do BCB e da flutuação do câmbio. Nesse sentido, o autor descreve as decisões de forma similar à equipe econômica, mas sem deixar de lado as questões do crédito subsidiado, protecionismo industrial, concessões, redução de custos via tarifa de energia e também o PBM. Outro aspecto fundamental na análise de Bastos (2017) é de que a NME perdeu força a partir de 2013. Para ele, a reversão da política monetária, até o momento expansionista, e as reações no sentido de impedir a desvalorização do câmbio representam um desmonte gradual da política. Para Bastos (2017), a NME consiste na redução dos juros e das tarifas de energia elétrica; desonerações tributárias e crédito subsidiado; desvalorização cambial; protecionismo industrial; e concessões de serviços públicos para a iniciativa privada. Para este autor a NME configurava-se num plano que envolvia três preços essenciais que deveriam ser corrigidos: os

---

<sup>30</sup> Oreiro (2017) e Fonseca (2016) utilizam o termo NMM e tratam apenas de variáveis macroeconômicas. Os demais fazem uso de NME, expandindo o conceito a outros expedientes da política econômica.



juros, a taxa de câmbio e a taxa de lucro do investimento privado na infraestrutura e na indústria de transformação. Mais especificamente, as soluções levantadas pela NME eram:

- i) Os juros mais baixos reduziram a atratividade de aplicações em juros da dívida pública por parte das empresas não financeiras e diminuiriam o custo do capital de giro e do investimento produtivo conforme os bancos públicos acompanhassem o BCB e reduzissem o spread e a taxa de juros para empréstimos de curto e longo prazo;
- ii) A desvalorização do câmbio aumentaria a competitividade internacional da produção local no mercado interno e nas exportações, levando a investimentos produtivos, especialmente na indústria de transformação;
- iii) A taxa de lucro da indústria de transformação seria incrementada pelo espaço fiscal liberado pela redução do custo financeiro da dívida pública.

Descritos esses três preços essenciais, que dão linhas gerais às soluções traçadas pelo dirigismo da NME, têm-se os seguintes procedimentos adotados, descritos no capítulo anterior:

- i) redução da taxa básica de juros, aumento do crédito via bancos públicos (pessoa física puxado pelo crédito habitacional – CEF, via MCMV – e pessoa jurídica impulsionado pelos aportes do BNDES), diminuição do *spread* que fomentou a competição entre os bancos do país, públicos e privados;
- ii) implantação de medidas macroprudenciais referentes principalmente à imposição de IOF no início do mandato (em linha com os eventos do final do governo anterior) e acumulação de reservas cambiais;
- iii) adoção de subsídios, isenções fiscais e de obrigações junto à seguridade social como as desonerações das folhas de pagamento visando à manutenção do emprego, e reduzindo custos da infraestrutura por meio dos preços administrados; redução dos custos por meio do setor elétrico e logístico, alterando regras e adiantando o vencimento de contratos de concessão, além do adiamento nos reajustes de preço de combustíveis e da energia.

Holland (2017) aponta a importância da definição do que é o que ele considera como NME. Para o ex-secretário de política econômica, a diferenciação entre NME e NMM é relevante, porque ele próprio em (Romero, 2012) e o ministro da Fazenda à época fizeram uso do termo NMM e não NME. A justificativa para a estimativa de baixo crescimento em 2012 (0,9%) passava pela transição para a tal nova matriz, que traria custos para empresas e investidores que alteram seu portfólio, mudando suas decisões de produção e investimento. O autor também destaca que os dados divulgados à época não refletiam a realidade econômica,

em vista da revisão do crescimento econômico que veio apenas em 2015 e que se mostrou um cenário mais positivo do que parecia àquela altura. Para ele, a NMM englobava apenas a busca pelas menores taxas de juros, taxa de câmbio mais desvalorizada e menor carga tributária para investimentos e exportações. A combinação das orientações de política econômica em nível macro com o microeconômico compõem o conceito ampliado NME e este sim seria o modelo que contribuiu para a recessão que veio a seguir

Em função dos resultados obtidos já no primeiro biênio, persistência da inflação em torno do teto da meta, crescimento e investimento abaixo do esperado e deterioração fiscal, houve uma alteração parcial do ímpeto da NME nos procedimentos operacionais i) e ii) descritos acima. As taxas de juros passaram a subir, algumas linhas de crédito encolheram – mesmo que outras mantivessem tendência crescente –, as medidas macroprudenciais foram revertidas e os *swaps* cambiais passaram a modular a depreciação cambial. Entretanto os escopos institucional e fiscal, de vital importância para a dimensão iii), mantiveram a tendência inicial: aumento das isenções e subsídios e do direcionamento das concessões de energia, aeroportos e rodovias. A política de preços da Petrobras seguiu a mesma direção, visando minimizar o impacto sobre consumidores e empresários, além de sobre a variação do IPCA.

Para Serrano e Summa (2015), a estratégia do governo consistia em estimular o setor privado por meio de taxas de juros mais baixas, desonerações fiscais e outros incentivos de mercado. Entretanto, para os autores, não haveria qualquer razão para que as firmas ampliassem seu capital fixo ou seu quadro de contratações por meio desses incentivos, pois esses fomentos eram concentrados na redução de custos e consequente aumento das margens de lucro por parte das empresas. Eles destacam o menor crescimento das despesas públicas no período como vetor importante para a contração da demanda agregada: o investimento público se reduziu no período em média 1% ao ano, no que tange à administração pública e 2,7% ao ano no que tange às empresas estatais. Essa evolução teria contribuído para os resultados insatisfatórios de crescimento econômico e investimento.

Não obstante, Barbosa-Filho (2017) mostra que o conjunto de medidas de “dirigir” a economia, adotadas por parte do governo, comprometeu fortemente a produtividade total dos fatores e a credibilidade das políticas econômicas. A política monetária passava desconfiança por não perseguir o centro da meta de inflação. Os preços administrados foram controlados de forma a mascarar a inflação. Por fim, as contas públicas estavam em posição extremamente frágil, além do já comentado aspecto da contabilidade criativa.

Em nossa opinião, a NME foi um plano de política econômica, que partiu de um diagnóstico da situação econômica do Brasil. Esse diagnóstico não apenas se referia ao contexto

econômico internacional mais competitivo pós-crise econômica de 2008, mas também a uma espécie de ideia sobre o contexto do capitalismo moderno, em que, segundo a própria Dilma Rousseff, “uma empresa não tem por objetivo fornecer bens e serviços, mas sim dar lucro para o acionista, e vamos deixar de conversa fiada” (FERNANDES, 2017). Neste contexto, ainda segundo a ex-presidente, “todas as empresas são um pouco bancos. Se não tiverem, nas tesourarias, esse aspecto de banco, não conseguem valorização suficiente” (FERNANDES, 2017).

Percebendo uma estrutura econômica financeirizada, em que o lado produtivo está subsumido pelo financeiro e uma conjuntura econômica na qual “a guerra cambial com os Estados Unidos valorizou nossa moeda de uma maneira muito perigosa para a indústria” (FERNANDES, 2017), a NME aplicou suas soluções por meio de instrumentos tradicionais e mesmo não convencionais e que com o passar do tempo, quando perdiam seu raio de ação, eram substituídos para manterem-se sempre norteados pela concepção e confiança no dirigismo econômico por parte do Estado, como solução aos problemas estrutural e conjuntural descritos acima.

Contudo, menos do que um plano de caráter concreto, que propõe metas e traça seus instrumentos de forma sistemática e objetiva, como o Plano de Metas ou o PAEG, por exemplo, o cerne da NME, promover o lado produtivo em um cenário de financeirização e concomitante cenário externo competitivo, remanesceu num plano de ideias e pretensões de pouca solidez teórica, política e prática por parte da presidente e sua equipe. Na verdade, esse plano não era guiado por uma agenda construída com base teórica ou política, mas sim pela ideologia do Estado como transformador da realidade *per se*.

Por sinal, cabe aqui um talvez único link entre o que foi a NME e os tipos ideais de política econômica, e a noção de desenvolvimentismo, descritos no capítulo 1. Como foi possível notar, até mesmo pela ausência de transposições entre aqueles tipos ideias e as descrições das medidas e intenções da NME, ela não se atinou a nenhum dos regimes de política econômica, seja pós-keynesiana, seja *mainstream*, nem à lógica desenvolvimentista. O caráter bastante ideal, abstrato, do que a NME tinha como estrutura enfrentar encerrou por não constituir um pacto social, uma concordância nacional, em prol do que ela seria. No que toca ao cenário externo conturbado, esta colagem foi mais nítida, pois notaram-se a redução dos juros, o crescimento do crédito, a desvalorização do câmbio. Porém, esta faceta da NME não era em si a plenitude da NME, mas um lado dela. O outro, que enfrentaria a estrutura financeirizada, estava apenas na mente da presidente e, talvez, de seu secretário do Tesouro Nacional, Arno Augustin, e explicam tanto o dirigismo estatal quanto o Estado perder o apoio

da iniciativa privada ao longo dos anos da NME. Longe de qualquer tipo ideal de política econômica, longe do pacto social necessário ao desenvolvimentismo, a NME foi uma experiência isolada, dispersa e, no que se refere ao seu transbordar enquanto mentalidade nacional, algo abstrato e longínquo. Enfim, a ausência de *links* entre o capítulo teórico e o restante da dissertação não é por descuido ou falta de coesão, mas pelo não atrelamento da NME a qualquer artefato teórico existente.

Não obstante, dado o insucesso ao longo dos anos, algumas políticas passaram a ser moderadas e isso deu um caráter controverso à equipe econômica com relação ao que imaginavam que deveria ser realizado. Em específico, as mudanças realizadas no campo da política monetária (levemente mais contracionista a partir de 2013) eram necessárias para conciliar a NME com a meta de inflação, ou ao teto dela, como foi feito e principalmente para manter as iniciativas tomadas nas outras frentes: a diminuição do superávit primário e as desvalorizações da taxa de câmbio necessitavam que suas repercussões inflacionárias fossem mitigadas por outro vetor, no caso, a taxa de juros, para que não gerassem ainda mais impopularidade e descrédito, por conta da incompreensão sobre quais as intenções gerais da NME.

Sobretudo, a marca que permeou todo o mandato da presidente, e, portanto, a NME, foi o dirigismo estatal: o caminho para enfrentar a estrutura financeirizada e o contexto externo controvertido. Por meio de medidas das mais variadas naturezas, a política econômica, em especial orientada pela presidente, promoveu medidas em que o governo tentava conduzir a ação dos agentes econômicos em uma direção – eis a intenção, o plano do governo, implícito em documentos oficiais, porém explícito ao se somarem as peças do quebra cabeça NME: um plano informal, sem sistematização ou cuidadosa ampla discussão, mas com uma série de formalizações em decretos, leis, MPs, que buscavam dar conjunto, mas sem organicidade, à intenção, à abstração da vontade da presidente. O dirigismo é um elemento central para a definição da NME porque é um aspecto pouco flexível durante a ascensão dela, no segundo semestre de 2011, até o final do mandato, momento em que alguns sustentáculos da política foram enfraquecidos.

Um elemento que corrobora esta ideia do dirigismo como panaceia é a contabilidade criativa, que merece uma discussão à parte. Evidentemente essa decisão foi levada a cabo por membros da equipe econômica e serviu de sustentação, problemática, para a política fiscal. Não se pode afirmar que esse tipo de medida fazia parte de um planejamento formal de política econômica como se configuram as medidas da NME, mas cabiam bem aos anseios, implícitos, do plano da presidente e de suas autoridades fiscais. Contudo, essas atitudes faziam parte da

essência que compunha o objeto de análise que é a NME: um projeto que acreditava que as ações por parte do Estado, mesmo que levadas às últimas consequências, seriam capazes de transformar a realidade econômica, pois contariam com a “boa vontade” da iniciativa privada, sobretudo industrial, por serem a ela destinadas, a bem de enfrentar a financeirização e o cenário externo controvertido.

A experiência como um todo não tem um único sentido: há uma combinação de diagnósticos, objetivos, soluções e instrumentos implementados. Mas todos esses fatores, inclusive as mudanças que ocorreram em algumas frentes evidenciam o dirigismo e voluntarismo da presidente e de sua equipe. A expectativa por parte do governo de que o setor privado, em especial a indústria de transformação, correspondesse às suas iniciativas estava no início da implementação da NME e do PBM e não mudou até o seu final. A tentativa de combinar flexibilização fiscal com estabilidade da inflação por expedientes não convencionais, como administração de preços, mostra que o governo não abria mão de estimular o setor privado, mesmo que este procedimento se mostrasse inconsistente ou ineficaz.

É verdade que as políticas empregadas no período buscaram estimular o setor privado, principalmente, por meio de sua capacidade de oferta, fazendo uso das desonerações fiscais e dos subsídios, entretanto existiram estímulos à demanda, seja pela intenção de que os empresários aumentassem a demanda na forma de investimentos, nos estímulos à concessão de crédito, nas políticas de compra nacional, nos maiores gastos públicos, nos recursos empregados no PAC Equipamentos com a compra de bens de capital por parte do setor público e nos aumentos sucessivos do salário mínimo e dos benefícios previdenciários, por exemplo. A soma desses impulsos fiscais às desvalorizações cambiais e à queda dos juros e aumento do crédito, entretanto, mostram que o fracasso da NME não se tratou de uma simples desaceleração da demanda, mas também de uma degradação das condições de oferta da economia. Como explicam Oreiro e D’Agostini (2016), o excesso de estímulos à demanda, inclusive, agravou o déficit externo e o crescimento dos salários acima da produtividade minou a competitividade do setor industrial, mesmo com o câmbio se desvalorizando no período. A perda de credibilidade institucional do TN, BCB e do ambiente regulatório de fato foi fundamental para os resultados desastrosos que ocorreram, mas por si não explicam de forma completa a trajetória que se desenhou.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> A discussão entre Borges (2017) e Pessôa (2017) é rica por colocar em debate quanto peso se atribui à NME para a gestação da recessão vivida entre 2015 e 2016. Borges (2017) defende que há um exagero por parte dos economistas quando procuram um culpado pela recente crise, mencionando que alguns fatores fora do alcance do governo (queda nos preços das commodities, erros de mensuração e clima, por exemplo) impactaram os resultados

A NME teve consequências diretas sobre a crise econômica por provocar uma profunda crise fiscal, perda do controle da inflação e principalmente por prejudicar o ambiente regulatório e institucional (e expectational) com medidas como a MP 579, a adoção da contabilidade criativa e a desancoragem das expectativas inflacionárias. O voluntarismo exercido durante o mandato por parte de Dilma e da equipe econômica foi determinante para os eventos que o Brasil experimentou de 2011 a 2016, mas também existe um cenário estrutural de desindustrialização e doença holandesa que o Brasil enfrenta pelo menos desde 2005, o que não pode ser ignorado para a elaboração de um diagnóstico da situação econômica do país. Os termos de troca em decadência são um fator conjuntural que também ajudam a explicar a desaceleração, pois não estavam ao alcance da política econômica.

Dilma deu seu tom dirigista em alguns momentos durante sua trajetória na presidência. Em Mendes (2012), a ex-presidente afirmou que em 2012 o Brasil teria um forte crescimento, pois contaria com juros cadentes, inflação baixa aumento do emprego, melhora da distribuição da renda e redução da desigualdade. Ela ainda citou o aumento do salário mínimo, redução de impostos, retomada do crédito, aumento do investimento e estabilidade fiscal. Muitos desses expedientes não dependiam dela ou eram difíceis de serem atingidos. Domingos (2012) destaca as falas de Dilma que mostram seu espírito voluntarista, no momento em que concedeu os estímulos do Inovar-Auto:

"Eu não acho que o Brasil pode abrir mão de produzir aqui o que pode produzir aqui. Senti grande força por parte dos empreendedores no sentido de procurar não só contemplar o mercado brasileiro, mas criar produtos que eu acredito que progressivamente serão produtos atrativos para o mercado internacional.

No discurso do Dia do Trabalhador, em 2012, Dilma falou que os bancos têm “lógica perversa”, e que tinha um dos sistemas financeiros mais sólidos e lucrativos, com juros mais altos do mundo. A própria presidenta destacou o esforço dos bancos públicos e do governo em reduzir as taxas de juros, sugerindo que os bancos privados acompanhassem a trajetória da Selic (G1, 2012). Em 2013 uma medida de combate à inflação ainda sem acionar o crescimento dos juros foi a desoneração de impostos federais sobre a cesta básica. Guido Mantega convocou empresários e representantes de supermercados e varejos para cobrar a queda de custos aos preços direcionados aos consumidores. Dilma, em anúncio em rede nacional, afirmou que contava com os empresários para que o corte de impostos representasse uma redução nos preços de artigos de alimentação e limpeza (VILLAVERDE, MOURA e MONTEIRO, 2013). O tom

---

da economia brasileira. Pessôa (2017), por outro lado, reforça como o ambiente institucional defasado pelas decisões fortemente intervencionistas de Dilma foi decisivo para a desaceleração econômica.

do crescimento a qualquer custo teve uma representação curiosa no início de 2014. Mantega sugeriu à presidente medidas para reduzir o gasto público antes do começo da campanha eleitoral, incluindo mudanças no pagamento do seguro-desemprego, abono salarial e pensões. A presidente teria respondido: “Você quer que eu perca a eleição?” (RIZÉRIO, 2015).

## Considerações finais

A finalidade deste trabalho foi descrever e definir o que foi a NME, objeto de discussão e análise de especialistas e imprensa no período recente da economia brasileira. Embora a NME esteja em discussão há algum tempo, não há ainda definição clara do que foi este evento na economia brasileira. Sobretudo, discutem-se suas ações e suas repercussões na economia. Sendo ainda um objeto controvertido, há espaço para que narrativas diferentes sejam propostas e foi isso o que aqui se fez.

Para tanto, inicialmente utilizaram-se os referenciais teóricos *mainstream* e pós-keynesiano como forma de determinar o que seria a política econômica ideal e de que forma a NME atuou na economia brasileira. Além disso, apresentou-se uma noção de desenvolvimentismo, também com a função de ofertar um tipo ideal a partir do qual se poderia se pensar a NME. Entretanto, a NME não se atinou, em termos gerais, a nenhum desses paradigmas para balizar suas medidas sobre a economia brasileira. Isso porque ela não se tratou de um planejamento estruturado e sistematizado, arrolado a uma corrente de pensamento definida, mas sim de um conjunto de ideias e convicções da própria presidente da república e de algumas de suas autoridades econômicas, que mostravam sua visão de mundo em relação ao capitalismo e como a economia brasileira se inseria nele, em uma conjuntura externa delicada pós-crise econômica de 2008, com maior competitividade internacional e países desenvolvidos buscando ocupar maior espaço da demanda global.

Para enfrentar as estrutura e conjuntura internacionais, o governo Dilma Rousseff tinha uma panaceia: o dirigismo estatal. Dele, voluntariamente esperava-se o acoplamento da iniciativa privada, sobretudo industrial, a quem a pauta de inovações em termos de política econômica se dirigia mais intensamente. Neste ínterim estão as dimensões às quais a NME interferiu, entre elas:

- Política fiscal: ampla desoneração de tributos e contribuições previdenciárias; aumento de despesas previdenciárias; aumento do salário mínimo conforme legislação em vigor; a ação limítrofe: adoção de contabilidade criativa como forma de se alcançar a meta fiscal.
- Política monetária: flexibilização temporal não declarada e de instrumentalização do regime de metas de inflação, de forma a perseguir o teto da meta como limite, ao invés do centro dela; taxas de juros mais baixas, mesmo que em contrassenso à perseguição da meta inflacionária; política de crédito flexível, especialmente por meio da CEF e do BNDES;



- Política cambial: busca por câmbio mais desvalorizado como forma de conter a desindustrialização; implementação de tarifas de IOF de forma a forçar a alta do dólar e relaxamento delas de forma casuísta; moderação da volatilidade do câmbio por meio de operações de *swaps* cambiais;
- Regulação: mudanças drásticas e unilaterais em contratos de energia e imposição de taxas de retornos nos leilões de concessão de rodovias e ferrovias;
- Lançamento do PBM como forma de auxiliar o *drive* exportador e projetos de inovação, utilizando-se de, principalmente, linhas de crédito do BNDES; uso de proteção comercial como forma de fortalecer a indústria nacional;
- Estatais funcionando como suporte ao combate da inflação, represando preços de insumos transversais na economia brasileira.

Todas essas medidas tiveram resultados pouco expressivos: o mandato ficou marcado pelo baixo crescimento e pela persistência da inflação. Mais do que isso, as constantes ingerências por parte do governo central especialmente no âmbito da regulação, da política monetária e da fiscal, e do uso das estatais como instrumentos de política econômica tornaram-se os expedientes mais criticados pela maior parte dos especialistas no tema. Ademais, o uso de manobras duvidosas para o fechamento das contas públicas e a falta de transparência no controle da inflação minaram a credibilidade das instituições responsáveis pelas práticas formadoras de boas expectativas na gestão da política econômica.

Contudo, a NME não se tratou apenas das medidas adotadas pelo governo, sejam elas de natureza micro, sejam macroeconômicas. A NME na realidade englobou mais do que isso, pois é um corolário sustentado por Dilma, que tem como suas principais características o dirigismo e o voluntarismo por parte do Estado enxergados e empregados como soluções para os problemas estruturais do país, quais sejam: o câmbio apreciado, a alta carga tributária sobre as empresas produtivas, os juros elevados e o poder de mercado dos oligopólios da infraestrutura. Todos esses obstáculos foram enfrentados, ao fim e ao cabo, por iniciativas do dispersas do governo, sem um planejamento sólido que arrolasse as reações dos agentes econômicos contra essas medidas ou sistematizasse os efeitos de cada medida entre si.

Os resultados pobres que foram obtidos, bem como a crise de 2015-2016, necessitam de outras abordagens e informações para serem explicados de forma completa, como a deterioração dos termos de troca e a desindustrialização, mas de fato foram agravados por uma gestão errática da política econômica, a qual levou suas convicções às últimas consequências, sem dar atenção aos sinais de esgotamento das escolhas realizadas. Embora a intenção de

enfrentar um cenário externo seja válida e necessária para que se evitem retrações econômicas, isso deve ser feito em íntima comunicação com a sociedade e o investimento privado. Não foi isso, enfim, que o dirigismo estatal alcançou, mas o seu contrário.

## Bibliografia

- ABREU, B. Mantega indica novo modelo econômico. **O Estado de São Paulo**. Brasília, 05 jul. 2012. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mantega-indica-novo-modelo-economico-imp-,896017>>. Acesso em: 10 jan. 2017.
- ALVARENGA, D. GASPARIN, G. Governo arrecada R\$ 20,8 bi com leilão de Confins e do Galeão. **G1**. São Paulo. 22 nov. 2013. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2013/11/governo-arrecada-r-208-bilhoes-com-leilao-de-confins-e-do-galeao.html>>. Acesso em: 08 dez. 2017
- AMATO, F. MENDES, P. Governo lança pacote de concessão de R\$ 133 bi para rodovias e ferrovias. **G1**. Brasília. 15 ago. 2012. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia/noticia/2012/08/governo-lanca-pacote-de-r-133-bilhoes-para-rodovias-e-ferrovias.html>>. Acesso em 08 dez. 2017
- ARESTIS, P. TERRA, F. H. B. . Monetary Policy in the Post Keynesian Framework. **Revista de Economia Política** (Impresso), 2017.
- ARESTIS, P.; TERRA, F. H. B.; FERRARI-FILHO, F. . Post Keynesian Macroeconomic Policy Regime. In: FERRARI-FILHO, F.; TERRA, F. H. B. (Orgs.). **Keynes: Ensaios sobre os 80 anos da Teoria Geral**. Porto Alegre. Tomo Editorial. 2016. p. 151-176.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – v2.1**. Banco Central do Brasil. Brasília. 2017. Disponível em: <<http://ww.bcb.gov.br>>, Acesso em 23 jan. 2017
- BARBOSA FILHO, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**. São Paulo. v. 31, n. 89. p. 51-60. 2017
- BARBOSA, F. ALVAREZ, R. Governo eleva projeção de PIB e taxa de crescimento para a Era Dilma. **O Globo**. Brasília. 14 jan. 2011. Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/politica/governo-eleva-projecao-de-pib-taxa-de-crescimento-para-era-dilma-2837306>>. Acesso em: 15 dez. 2017
- BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In: SADER, E. (Org.). **10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma**. Rio de Janeiro: Boi Tempo Editorial. 2013
- BARROS, G. L. AFONSO, J. R. Sobre “fazer o cumprimento” da meta de superávit primário de 2012. **FGV – IBRE**. Texto para discussão, n. 30. jun. 2013
- BASTOS, P.P.Z. Ascensão e crise no governo Dilma Rousseff e o golpe de 2016: poder estrutural, contradição e ideologia. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro. Número Especial. p. 1-63. 2017
- BIANCARELLI, A. ROSA, R. VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. **Instituto de Economia – Unicamp**. Texto para discussão, n. 296. mai. 2017
- BIELSCHOWSKY, R. Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo. Rio de Janeiro. **IPEA/INPES**, 1988.

BNDES. **Apoio à inovação**. Rio de Janeiro. Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social. 2010. 51p.

BNDES. BNDES prorroga até 2018 programa de apoio à engenharia com orçamento de R\$ 5 bilhões. **BNDES**. 2013. Disponível em: <[https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/20131111\\_proengenharia](https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/20131111_proengenharia)>. Acesso em: 01. dez. 2017

BNDES. Livro verde: nossa história tal como ela é. **BNDES**. Rio de Janeiro. 2017. 333p.

BORGES, B. Impacto dos erros (reais) da Nova Matriz tem sido muito exagerado. **Blog do IBRE**. 08 set. 2017. Disponível em: <<http://blogdoibre.fgv.br/posts/impacto-dos-erros-reais-da-nova-matriz-tem-sido-muito-exagerado>>. Acesso em: 04 jan. 2018

BRANT, D. Caixa corta juros de cheque especial e cartão de crédito. **iG Economia**. São Paulo. 09 de abr. de 2012. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/mercados/caixa-corta-juros-de-cheque-especial-e-cartao-de-credito/n1597736625180.html>>. Acesso em 12 nov. 2017

BRASIL. **Decreto-lei nº 12.349**, de 15 de dezembro de 2010. Brasília. 15 de dezembro de 2010.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Medida Provisória 526/2011**, Poder Legislativo, Brasília, DF, 21 mar. 2011a.

BRASIL. Planalto. **Presidenta Dilma lança Plano Brasil Maior, nova política industrial do país**. Poder Executivo. Brasília, DF, 12 ago. 2011b.

BRASIL. **Brasil Maior Inovar para competir. Competir para crescer**. Texto de referência. Brasília, DF, 2011c.

BRASIL. **Novas medidas do Plano Brasil Maior**. Poder Executivo. Apresentação. Brasília, DF, 3 abr. 2012

BRESSER-PEREIRA, L. C. GALA, P. Foreign savings, insufficiency of demand and low growth. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 3, 2008. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477300301>

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (CEF). **Balancos e demonstrativos**. Caixa Econômica Federal. Brasília. 2013. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/informacoes-financeiras/Paginas/balancos-e-demonst.aspx>>. Acesso em: 01 dez. 2017.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (CEF). **Balancos e demonstrativos**. Caixa Econômica Federal. Brasília. 2014. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/informacoes-financeiras/Paginas/balancos-e-demonst.aspx>>. Acesso em: 01 dez. 2017.

CALEIRO, J. P. Quem é favor e quem é contra um Banco Central autônomo. **Exame**. 22 ago. 2014. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/economia/quem-e-a-favor-e-quem-e-contra-um-banco-central-autonomo/>>. Acesso em: 23 dez. 2017.

- CAGNIN, R. F.; PRATES, D. M. ; FREITAS, M. C. P. ; NOVAIS, L. F. . A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos CEBRAP** (Impresso), v. 1, p. 169-185, 2013. <https://doi.org/10.1590/S0101-33002013000300011>
- CAMPOS, E. RESENDE, T. Governo eleva IOF para uso de cartões de débito e pré-pago no exterior. **Valor Econômico**. Brasília. 27 dez. 2013. Disponível em: <<http://www1.valor.com.br/financas/3381470/governo-eleva-iof-para-uso-de-cartoes-de-debito-e-pre-pago-no-externo>>. Acesso em: 23 dez. 2017
- CARVALHO, F. J. C. "Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana". **Análise Econômica** (UFRGS), v. 26, p. 7-25, 2008.
- CARLIN, W. SOSKICE, D.. **Macroeconomics: Imperfections, institutions & Policies**. 1. ed. Oxford, NY. Oxford University Press. 2005.
- COLETTA, R. D. ALVES, M. R. Governo suspende o ‘Minha Casa Melhor’ para conter gastos. **O Estado de S. Paulo**. 26 fev. 2015. Disponível em:< <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,governo-suspende-o-minha-casa-melhor-para-conter-gastos,1640617>>. Acesso em: 07 dez. 2017
- COSTELLINI, C. HOLLANDA, L. Setor Elétrico: da MP 579 ao pacote financeiro. **Informativo de Energia**. FGV Energia. 31 mar. 2014.
- DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. Londres. Macmillan, 1972.
- DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. Aldershot, UK e Brookfield, VT, USA: Edward Elgar. 1992.
- DE BOLLE, M. B. A viagem horizontal brasileira. **O Estado de S. Paulo**. São Paulo. dez. 2012
- DELFIN NETTO, A. 2013. **Valor Econômico**. 15 jan. 2013. Disponível em:< <http://www.valor.com.br/brasil/2969718/2013>>. Acesso em: 15 jan. 2018
- DIAS, G. S. Para especialistas, modelo para rodovias não incentiva investimento. **Valor Econômico**. São Paulo. 15 ago. 2012. Disponível em:< <http://www.valor.com.br/brasil/2790464/para-especialistas-modelo-para-rodovias-nao-incentiva-investimento>>. Acesso em: 08 dez. 2017
- DOMINGOS, R. Dilma diz que governo vai prorrogar IPI menor para carros até o fim do ano. **G1**. São Paulo. 24 out. 2012. Disponível em:< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2012/10/dilma-diz-que-governo-vai-prorrogar-ipi-menor-para-carros-ate-o-fim-do-ano.html>>. Acesso em: 17 jan. 2018
- ECONOMIA & NEGÓCIOS, AGÊNCIA ESTADO. Tombini afirma que gasolina não é subsidiada e contradiz Petrobras. **O Estado de São Paulo**. Brasília. 10 dez. 2013. Disponível em:< <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,tombini-afirma-que-gasolina-nao-e-subsidiada-e-contradiz-petrobras,172518e>>. Acesso em: 24 dez. 2017
- ECONOMIST, T. Wrong Numbers. **The Economist**. São Paulo. 19 jan. 2013. Acesso em 14 nov. 2017. Disponível em:< <https://www.economist.com/news/americas/21569706-more-inflation-less-growth-wrong-numbers>>

FERNANDES, M. C. A segunda torre de Dilma. **Valor Econômico**. São Paulo. 17 mar. 2017. Disponível em:< <http://www.valor.com.br/cultura/4902470/segunda-torre-de-dilma>>. Acesso em: 07 fev. 2018

FERRARI-FILHO, F. **Política comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes**. Porto Alegre: UFRGS. 2006

FERREIRA, P. C. CAVALCANTI, P. Foi a Nova Matriz. **Valor Econômico**, 19 ago. 2015

FONSECA, P. C. D. O projeto desenvolvimentista no Brasil: histórico e desafios da atualidade. **Cadernos do Desenvolvimento**. Rio de Janeiro. v. 11. n. 19. p. 117-128. dez. 2016

FONSECA, P. C. D. CUNHA, A. M. BICHARA, J. S. O Brasil na Era Lula: retorno ao desenvolvimentismo? **Nova Economia**. Vol. 23. N. 2 Belo Horizonte. Mai/ago. 2013

FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR (FUNCEX). **FUNCEX**. Brasília. 2017. Disponível em:< <http://www.funcex.org.br/>>. Acesso em: 01 dez. 2017

FROUFE, C. CUCOLO, E. Com manobra, governo consegue cumprir meta de superávit primário. **O Estado de São Paulo**. 30 jan. 2013. Disponível em:<<http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,com-manobra-governo-consegue-cumprir-meta-de-superavit-primario,142306e>>. Acesso em: 14 nov. 2017.

G1. Em fala do Dia do Trabalhador, Dilma diz que bancos tem ‘lógica perversa’. **G1**. Brasília. 30 abr. 2012. Disponível em:< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2012/04/dilma-critica-altas-taxas-de-juros-e-diz-que-bancos-tem-logica-perversa.html>>. Acesso em: 17 jan. 2018

G1. Governo publica decreto que zera IOF sobre derivativos. **G1**. Brasília. 13 jun. 2013. Disponível em:< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/06/governo-publica-decreto-que-zera-iof-sobre-derivativos.html>>. Acesso em: 23 dez. 2017

GOBETTI, S. W. ORAIR, R. O. Política Fiscal em perspectiva: o ciclo de 16 anos (1999-2014). **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro. v. 19, n. 3, p. 417-447, set-dez. 2015

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

GREENWALD, B. C., STIGLITZ, J. E.. Keynesian, New Keynesian, and New Classical Economics. **Oxford Economic Papers**. v. 39. p. 119-132. 1987. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a041773>

HOLLAND, M. A matriz da discórdia. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 71. n. 12. Dez. 2017. Disponível em:< <http://portalivre.fgv.br/main.jsp?lumPageId=402880811D8E34B9011D9CCBFDD1784C&contentId=8A7C82C55EC04CF101609D023CC1693D>>. Acesso em: 17 jan. 2017

IEDI. Uma Análise do Plano Brasil maior. **Carta IEDI**. Edição 486. 23 set. 2011

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor. **IBGE**. 2017a. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2017

IBGE. Sistema de Contas Nacionais. **IBGE**. 2017b. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2017

INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI). **IMF Primary Commodity Prices**. 2017. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>>. Acesso em: 01 dez. 2017

JORNAL NACIONAL. Autoridades econômicas no Brasil divergem sobre inflação. **G1**. 08 fev. 2013. Disponível em: <<http://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2013/02/autoridades-economicas-no-brasil-divergem-sobre-inflacao.html>>. Acesso em: 08 dez. 2017

JUNGES, C. Caos do setor elétrico já custou mais de R\$ 110 bilhões em quatro anos. **Gazeta do Povo**. 19 ago. 2016. Disponível em: <<http://www.gazetadopovo.com.br/economia/energia-e-sustentabilidade/caos-do-setor-eletrico-ja-custou-mais-de-r-110-bilhoes-em-quatro-anos-en3kmuzuyr4jv2313kw255j6e>>. Acesso em: 27 nov. 2017

KEYNES, J. M. Activities 1940 - 1946: Shaping the Post-War World employment In: MOGGDRIDGE, D (ed.) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. XXVII. London: Royal Economic Society, 1980. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139524216>

KEYNES, J. M. **Treatise on Money**. New York: AMS Press. 1976

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982. 327 p.

LANDIM, R. BNDES usa verba do Tesouro para grandes empresas. **O Estado de São Paulo**. 09 jul. 2012. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bn-des-usa-verba-do-tesouro-para-grandes-empresas-imp-,897822>>. Acesso em: 13 jan. 2018

LAPORTA, T. Entenda o novo cálculo que aprimora e muda o tamanho do PIB. **G1**. São Paulo. 27 mar. 2015. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/03/entenda-o-novo-calculo-que-aprimora-e-muda-o-tamanho-do-pib.html>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

LAVOIE, M. **Post Keynesian Economics: New Foundations**. Cheltenham, UK: Edward Elgar. 2014. <https://doi.org/10.4337/9781783475827>

LEIJOHNUFVUD, A. **On Keynesian Economics and the Economics of Keynes**. New York: Oxford University Press, 1968.

LEITÃO, M. Os campeões. **O Globo**. 17 abr. 2011. Disponível em: <<http://blogs.oglobo.globo.com/miriam-leitao/post/os-campeoes-375160.html>>. Acesso em: 14 jan. 2018

LIMA, V. Congresso aprova mudança na meta fiscal de 2014, após 18 horas. **Valor Econômico**. Brasília. 04 dez. 2014. Disponível em: <

<http://www.valor.com.br/politica/3804386/congresso-aprova-mudanca-na-meta-fiscal-de-2014-apos-18-horas>>. Acesso em: 22 dez. 2017

MACHADO, T. 2012 será melhor do que 2011, reafirma Guido Mantega. **Valor Econômico**. 27 dez. 2011. Acesso em 22 nov. 2017. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/brasil/1155392/2012-sera-melhor-do-que-2011-reafirma-guido-mantega>>

MANKIWI, N. G. New Keynesian Economics In: **The CONCISE Encyclopedia of Economics**. 2. Ed. 2008. Disponível em:<<http://www.econlib.org/library/CEE.html>>. Acesso em: 28 jul. 2017.

MARTELLO, A. Dólar alto beneficia economia brasileira, diz Mantega. **G1**. Brasília. 14 mai. 2012. Disponível em:< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2012/05/dolar-alto-beneficia-economia-brasileira-diz-mantega.html>>. Acesso em: 22 nov. 2017.

MARTELLO, A. Tesouro Nacional diz que quitou todas as pedaladas fiscais neste ano. **G1**. Brasília. 30 dez. 2015. Disponível em:< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/12/tesouro-diz-que-pagou-r-724-bilhoes-de-pedaladas-devidas-em-2015.html>>. Acesso em: 24 dez. 2017

MARTELLO, A. AMATO, F. Governo corta R\$ 44 bi do orçamento e prevê esforço fiscal de 1,9% do PIB. **G1**. Brasília. 20 fev. 2014. Disponível em:< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/02/governo-corta-r-44-bi-do-orcamento-e-preve-esforco-fiscal-de-19-do-pib.html>>. Acesso em: 22 dez. 2017

MARTELLO, A. OLIVEIRA, L. Veja as regras do novo regime automotivo brasileiro. **G1**. Brasília e São Paulo. 04 out. 2012 Disponível em:< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2012/10/veja-regras-do-novo-regime-automotivo-brasileiro.html>> Acesso em: 06 dez. 2017

MARTELLO, A. Mantega aprova compra de dólar pelo BC no mercado futuro **G1**. Brasília. 14 jan. 2011. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/01/mantega-aprova-compra-de-dolar-pelo-bc-no-mercado-futuro.html>> Acesso em: 11 jan. 2017

MARTELLO, A. Queda do ‘spread’ bancário é determinação de Dilma, diz Tombini. **G1**. Brasília. 28 fev. 2012. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2012/02/queda-do-spread-bancario-e-determinacao-de-dilma-diz-tombini.html>> Acesso em: 11 jan. 2017

MENDES, P. Em mensagem de final de ano, Dilma diz estar ‘longe de se sentir satisfeita’. **G1**. Brasília. Disponível em:< <http://g1.globo.com/politica/noticia/2011/12/em-mensagem-de-final-de-ano-dilma-diz-estar-longe-de-se-sentir-satisfeita.html>>. Acesso em: 17 jan. 2018

MANTEGA, G. O primeiro ano da nova matriz econômica. **Valor Econômico**; Brasília. 19 dez. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/2945092/o-primeiro-ano-da-nova-matriz-economica>> Acesso em: 11 jan. 2017

MATTEI, L. MAGALHÃES, L. F. A política econômica durante o governo Lula (2003-2010): Cenários, resultados e perspectivas. In: PAULA, M. (Org.). **“Nunca antes na história desse país”...? Um balanço das políticas do governo Lula**. Rio de Janeiro, RJ. Heinrich Böll, 2011. p. 134-151



MESQUITA, M. A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. **Coletânea de capítulos da agenda “Sob a Luz do Sol”** (Centro de debate de políticas públicas) p. 3-14, 2014

ORAIR, R. Desonerações em alta com rigidez da carga tributária: o que explica o paradoxo do decênio 2005-2014?. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. Texto para Discussão nº 2117. Brasília. 2015

OREIRO, J. L. C. D’AGOSTINI, L. From Lula Growth Spectacle to the Great Recession (2003-2015): Lessons of the management of macroeconomic tripod and macroeconomic challenges for restoring economic growth in Brazil. 2016. Disponível em: <<http://joseluisoreiro.com.br/site/link/eca7eac82f16c20f9c2c75cb375ecbc01489ea2f.pdf>>.

OREIRO, J. L. C. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. **Estudos Avançados**. São Paulo. v. 31. n. 89. p. 75-88. 2017

PERES, P. O aviso foi dado: pedalar faz mal. **Valor Econômico**. Brasília. 11 dez. 2015. Acesso em: 14 nov. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/pedaladas>>.

PESSÔA, S. O impacto da nova matriz sobre a economia: resposta a Bráulio II. **Blog do IBRE**. 29 set. 2017. Disponível em: <<http://blogdoibre.fgv.br/posts/o-impacto-da-nova-matriz-economica-sobre-economia-resposta-braulio-ii>>. Acesso em: 04 jan. 2018

PINHEIRO, A. C. AZEVEDO, L. “As concessões de ferrovias no Brasil”. In: DUTRA, J. C. SAMPAIO, P. R. P. (Orgs). **20 anos de concessões em infraestrutura no Brasil**. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. 2017. p. 90-113

REDAÇÃO. Governo vai intervir no câmbio para evitar valorização do real. **Veja**. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/governo-vai-intervir-no-cambio-para-evitar-valorizacao-do-real/>>. Acesso em: 08 dez. 2017.

RIBEIRO, M. P. “Novo pacote de infraestrutura do governo Dilma: 15 erros que precisam ser corrigidos”. In: DUTRA, J. C. SAMPAIO, P. R. P. (Orgs). **20 anos de concessões em infraestrutura no Brasil**. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. 2017. p. 72-89

RIZÉRIO, L. “Você quer que eu perca a eleição?”, rebateu Dilma sobre sugestão de Mantega para cortes. **InfoMoney**. 25 set. 2015. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/politica/noticia/4307413/voce-quer-que-perca-eleicao-rebateu-dilma-sobre-sugestao-mantega>>. Acesso em: 17 jan. 2018

ROMER, D. The New Keynesian Synthesis. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 7. No. 1. p. 5-22. 1993. <https://doi.org/10.1257/jep.7.1.5>

ROMER, D. **Advanced Macroeconomics**. 4. ed. New York, NY. McGraw-Hill Iwrin. 2012. 738p.

ROMERO, C. País mudou sua matriz econômica, diz Holland. **Valor Econômico**. Brasília. 17 dez. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/2942048/pais-mudou-sua-matriz-economica-diz-holland>> Acesso em: 11 jan. 2017

SALOMÃO, A. GRINBAUM, R. A Nova Matriz está órfã. **O Estado de São Paulo**. 18 jul. 2015

SARAIVA, A. MARTINS, D. SANTOS, C. BNDES minimiza rebaixamento de classificação pela Moody's. **Valor Econômico**. 21 mar. 2013

SARGENT, T. J. WALLACE, N. Some unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis. **Quarterly Review**. Vol. 5, no. 3. p. 1-17. 1981

SCHÜFFNER, C. Defasagem no preço e importação de combustíveis pressionam Petrobras. **Valor Econômico**. Rio de Janeiro. 29 mar. 2012. Disponível em: <<http://minaspetro.com.br/noticia/defasagem-no-preco-e-importacao-de-combustiveis-pressionam-petrobras/>>. Acesso em 30 nov. 2017

SCHÜFFNER, C. NIERO, N. Petrobras controla preço e perde valor. **Valor Econômico**. Rio de Janeiro. 28 mai. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2678444/petrobras-controla-precos-e-perde-valor>>. Acesso em 30 nov. 2017

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (TN). **Resultado do Tesouro Nacional**. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília. 2017. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional>>. Acesso em: 01 dez. 2017.

SERRANO, F. SUMMA, R. F. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011-2014. **Nova Economia** v. 25 n. especial. 2015 p. 803-833

SGT. Conta de Desenvolvimento Energético (CDE). **Agência Nacional de Energia Elétrica**. 24 nov. 2015. Disponível em: <[http://www.aneel.gov.br/informacoes-tecnicas/-/asset\\_publisher/CegkWaVJWF5E/content/conta-de-desenvolvimento-energetico-cde/654800?inheritRedirect=false](http://www.aneel.gov.br/informacoes-tecnicas/-/asset_publisher/CegkWaVJWF5E/content/conta-de-desenvolvimento-energetico-cde/654800?inheritRedirect=false)>. Acesso em: 23 dez. 2017

SICSÚ, J.. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta Pós-Keynesiana. **Análise Econômica** (UFRGS), v. 21, p. 115-136, 2003.

SILVA, F. A. **Inflação, juros e crescimento no governo Dilma: a nova matriz econômica brasileira no mundo pós crise**. Petrópolis-RJ. Editora Vozes. 2014. 274 p.

SOUZA, N. Banco do Brasil coloca mais R\$ 43 bi em linhas de crédito. **iG Economia**. Brasília. 04 de abr. 2012. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/banco-do-brasil-coloca-mais-r-43-bi-em-linhas-de-credito/n1597732147804.html>>. Acesso em 12 nov. 2017

TORRES, F. Moody's rebaixa Caixa, BNDES e BNDESPar. **Valor Econômico**. 20 mar. 2013

UOL. Mantega diz que nunca houve contabilidade criativa nas contas públicas. **UOL Economia**. São Paulo. 22 out. 2013. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/10/22/mantega-diz-que-nunca-houve-contabilidade-criativa-nas-contas-publicas.htm>>. Acesso em 14 nov. 2017.

UOL. Prejuízo com preços controlados sobe 55% e Petrobras busca alta da gasolina. **UOL Economia**. São Paulo. 08 ago. 2014. Disponível em: <

<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2014/08/08/prejuizo-com-precos-controlados-sobe-55-e-petrobras-busca-alta-da-gasolina.htm>>. Acesso em: 24 dez. 2017.

VALOR. Veja quais são as principais medidas do ‘Plano Brasil Maior’. **Valor Econômico**. 02 ago. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/971256/veja-quais-sao-principais-medidas-do-plano-brasil-maior>>. Acesso em: 14 nov. 2017

VALOR. Setor público fecha 2013 com menor superávit primário desde 2009. **Valor Econômico**. Brasília. 31 jan. 2014a. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/brasil/3415144/setor-publico-fecha-2013-com-menor-superavit-primario-desde-2009>>. Acesso em: 07 dez. 2017

VALOR. Ano eleitoral começa com uma alta mais forte de juro. **Valor Econômico**. 20 jan. 2014b. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/opiniao/3399922/ano-eleitoral-comeca-com-uma-alta-mais-forte-de-juro>>. Acesso em: 20 dez. 2017

VERSIANI, I. AMORA, DIMMI. Empréstimos subsidiados do BNDES custam R\$ 184 bilhões à União. **Folha de São Paulo**. Brasília. 09 ago. 2015. Disponível em:<<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/08/1666394-emprestimos-subsidiados-do-bndes-custam-r-184-bilhoes-a-uniao.shtml>>. Acesso em: 10 jan. 2018

VILLAVERDE, J. Plano Brasil Maior faz um ano hoje e marca 2ª fase do governo Dilma. **Valor Econômico**. 02 ago. 2012. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/brasil/2774094/plano-brasil-maior-faz-um-ano-hoje-e-marca-2>>. Acesso em: 27 nov. 2017

VILLAVERDE, J. MOURA, R. M. MONTEIRO, T. Dilma isenta cesta básica de impostos federais. **O Estado de S. Paulo**. 08 mar. 2013. Disponível em:<<http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,dilma-isenta-cesta-basica-de-impostos-federais,146613e>>. Acesso em: 06 dez. 2017

WERNECK, R. L. F. Consolidação da estabilização e reconstrução institucional, 1995-2002. In: ABREU, M. P. A. (Org.). “**A Ordem do Progresso**”. Rio de Janeiro, RJ. Elsevier. 2014. p.331-356

WRAY, L. R. To fixo r to float: theoretical and pragmatic considerations, In: RONCHON, L.P., ROSSI, S. (Orgs). **Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises**. UK e Northampton, MA, USA: Edward Elgar. P. 210-231. 2006