

UNIVERSIDADE FEDERAL DO MARANHÃO  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM POLÍTICAS PÚBLICAS

**ORLANDO OSCAR ROSAR**

**ASPECTOS ESTRUTURAIS E HISTÓRICOS DO REGIME DE METAS DE  
INFLAÇÃO: a experiência brasileira no período de 1999-2018**

São Luís

2024

ORLANDO OSCAR ROSAR

**ASPECTOS ESTRUTURAIS E HISTÓRICOS DO REGIME DE METAS DE  
INFLAÇÃO: a experiência brasileira no período de 1999-2018**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da Universidade Federal do Maranhão (UFMA), para obtenção do título de Doutor em Políticas Públicas.

**Orientador:** Prof. Dr. Flávio Bezerra de Farias

São Luís

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Rosar, Orlando Oscar

Aspectos estruturais e históricos do regime de metas de inflação: a experiência brasileira no período de 1999-2018 / Orlando Oscar Rosar. – São Luís, 2024.  
335 f.

Orientador: Prof. Dr. Flávio Bezerra de Farias  
Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Universidade Federal do Maranhão, 2024.

1. Regime de Metas de Inflação - Brasil. 2. Acumulação capitalista. 3. Política monetária. I. Farias, Flávio Bezerra de. II. Título.

CDU 336.748.12(81)

**ORLANDO OSCAR ROSAR**

**ASPECTOS ESTRUTURAIS E HISTÓRICOS DO REGIME DE METAS DE  
INFLAÇÃO: a experiência brasileira no período de 1999-2018**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da Universidade Federal do Maranhão (UFMA), para obtenção do título de Doutor em Políticas Públicas.

Aprovada em: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. Flávio Bezerra de Farias (Orientador)**

Universidade Federal do Maranhão

---

**Profa. Dra. Valéria Ferreira Santos de Almada Lima**

Universidade Federal do Maranhão

---

**Prof. Dr. Elizeu Serra de Araújo**

Universidade Federal do Maranhão

---

**Profa. Dra. Danielle de Queiroz Soares**

Universidade Federal do Maranhão

---

**Profa. Dra. Maria do Socorro de Sousa Araújo**

Universidade Federal do Maranhão

**Dedico esta tese aos trabalhadores brasileiros fiadores da Universidade Pública e às gerações futuras, para que compreendam a urgência da superação da sociedade capitalista, pois sem mudanças estruturais, no longo prazo a humanidade terá perecido.**

## AGRADECIMENTOS

À família **Rosar**, meus pais Oscar e Alvina (*in memoriam*) e meus irmãos, pelo acompanhamento, apesar da distância geográfica, que contribuiu para o meu crescimento ao longo da minha existência.

À família Guimarães Felix Costa, na qual fui integrado de modo acolhedor, pelo Sr. Francisco e Da. Dayse (*in memoriam*), além de seus filhos estimados.

À Maria de Fátima, minha querida companheira, agradeço pelo amor, dedicação, incentivo e paciência em ler e reler esta tese, desde a sua fase inicial, sugerindo melhorias para que, sem perder em profundidade de análise, o conteúdo pudesse se tornar compreensível para os não iniciados em economia.

À Coordenação do Programa de Pós-Graduação de Políticas Públicas da UFMA, na pessoa da Profa. Dra. Valéria Ferreira Santos de Almada Lima pela condução competente e ética do PPGPP.

Aos Professores, colegas e técnicos-administrativos do PPGPP da UFMA, pelo convívio enriquecedor, salutar e solidário. Registro agradecimento especial à Profa. Dra. Josefa Batista Lopes, que me incentivou, continuamente, para que adentrasse neste Programa de Pós-Graduação e tivesse a oportunidade de finalizar o doutorado, iniciado na Unicamp e interrompido, por motivos de força maior.

Aos colegas do Departamento de Economia e, de modo particular, aos Professores Danielle, Heric, Elizeu e Alan pelo apoio solidário para que eu pudesse ter condição de alcançar a finalização do doutorado, tendo este último realizado a atualização dos dados do Tesouro Nacional utilizados na demonstração dos gastos públicos.

De modo especial, destaco o Prof. Dr. Flávio Bezerra de Farias que assumiu a orientação desta tese, de modo competente e solidário, por meio de um diálogo colaborativo e assertivo, compreendendo a importância do objeto desta pesquisa na perspectiva da lógica dialética-histórica.

Aos colegas e amigos estimados do Grupo Estudos e Pesquisa em Economia Política da UFSC com os quais tive o privilégio de conviver nos anos 1980, mantendo uma interlocução sistemática até o presente.

Aos colegas do Observatório de Políticas Públicas do PPGPP da UFMA.

Aos profissionais e amigos fraternos que trabalharam para o aperfeiçoamento deste texto final, Profa. Maria Cícera Nogueira e José Lino Costa Félix.

### **“O Capital”**

**Afogue os sagrados calafrios do êxtase devoto, do entusiasmo cavalheiresco, da melancolia pequeno-burguesa, nas águas gélidas do cálculo egoísta. Dissolveu a dignidade pessoal em valor de troca e substituiu as inúmeras liberdades conquistadas e garantidas por uma única e inescrupulosa liberdade de comércio. Em resumo, a burguesia trocou a exploração envolta em ilusões religiosas e políticas pela exploração pura e simples, aberta, desavergonhada e direta. (Marx, K. Manifesto Comunista. São Paulo, Companhia das Letras, 2012) (O Capital foi inserido por Mark Fisher, autor de Realismo Capitalista, na página 13).**

## RESUMO

A presente tese analisa o Regime de Metas de Inflação (RMI), implementado no Brasil no período de 1999 a 2018. Destacou-se a historicidade do processo de constituição das condicionalidades da economia brasileira desde a desaceleração do crescimento econômico a partir de meados da década de 1970 e a derrogação do processo substituidor de importações, que produziu a reprimarização da pauta de exportações e a crescente sustentação e valorização da riqueza financeira mantidas pelo fundo público, a partir da operacionalização da política monetária. Analisou-se o RMI como um mecanismo constituído a partir dos processos de determinação da lógica de funcionamento da economia capitalista inserida no sistema global, portanto identificando suas contradições e seus impactos políticos, econômicos e sociais no Brasil, no período delimitado, no qual ocorreu a implementação da nova âncora cambial, a partir da seguinte hipótese: a valorização da riqueza na esfera financeira condiciona a política macroeconômica dos Estados Nacionais a um quadro de permanente restrição monetária e fiscal como se evidencia na experiência brasileira. Para tanto, realizou-se a pesquisa de indicadores de gasto em relação ao PIB e ao total do dispêndio. A análise dos dados possibilitou explicitar o reduzido grau de autonomia dos condutores da política econômica para a execução de medidas que pudessem levar o País ao crescimento econômico com algum grau de inclusão social, por meio de políticas públicas para o atendimento de necessidades básicas e fundamentais: emprego, educação, saúde, previdência e assistência social, além de infraestrutura econômica que permitisse a redução da desigualdade. Esse quadro reflete, do ponto de vista empírico, a materialização do novo consenso macroeconômico, subordinando a política fiscal à política monetária. Coube à primeira produzir os recursos necessários à manutenção da relação dívida/PIB, qualquer que fosse a taxa de juros. Por outro lado, a execução da segunda manteve patamar elevado de taxas de juros, justificado oficialmente como necessário ao controle da inflação, tida pela ortodoxia como inflação de demanda. A análise sobre a dinâmica imposta pelo RMI, expôs os fundamentos da política econômica ortodoxa, a crítica keynesiana e regulacionista e a contraposição marxista com o objetivo de elucidar o processo de avanço da financeirização, não como uma anomalia do desenvolvimento capitalista, mas, sobretudo como parte integrante da totalidade expressa no processo histórico de acumulação do capital. No período contemporâneo, manteve-se hegemônica no Brasil a perspectiva ortodoxa, mesmo quando suas formulações deixam evidentes o seu descolamento da realidade concreta dos países em desenvolvimento, nos quais



setores da sociedade buscam a redução da desigualdade econômica e social. Finaliza-se, enfatizando a necessidade histórica de superar a contradição entre capital e trabalho e conter o processo de destruição ambiental, a partir da perspectiva de construção de fundamentos econômicos, políticos, sociais e culturais em direção ao socialismo.

**Palavras-chave:** Economia; Ortodoxia; Financeirização; Regime de Metas de Inflação; Acumulação Capitalista.

## ABSTRACT

This thesis analyzes the Inflation Target Regime (RMI), implemented in Brazil from 1999 to 2018. The historicity of the process of establishing the conditionalities of the Brazilian economy since the slowdown in economic growth from the middle of the decade was highlighted 1970 and the derogation of the import substitution process, which produced the reprimarization of the export agenda and the growing support and appreciation of financial wealth maintained by the public fund, based on the operationalization of monetary policy. The RMI was analyzed as a mechanism constituted from the processes of determining the operating logic of the capitalist economy inserted in the global system, therefore identifying its contradictions and political, economic and social impacts in Brazil, in the defined period, in which the implementation of the new exchange rate anchor, based on the following hypothesis: the appreciation of wealth in the financial sphere conditions the macroeconomic policy of National States to a framework of permanent monetary and fiscal restrictions as evidenced in the Brazilian experience. To this end, research was carried out on expenditure indicators in relation to GDP and total expenditure. Data analysis made it possible to explain the reduced degree of autonomy of the drivers of economic policy to implement measures that could lead the country to economic growth with some degree of social inclusion, through public policies to meet basic and fundamental needs: employment, education, health, social security and assistance, in addition to economic infrastructure that would allow the reduction of inequality. This picture reflects, from an empirical point of view, the materialization of the new macroeconomic consensus, subordinating fiscal policy to monetary policy. The first was responsible for producing the resources necessary to maintain the debt/GDP ratio, whatever the interest rate. On the other hand, the execution of the second maintained a high level of interest rates, officially justified as necessary to control inflation, considered by orthodoxy as demand inflation. The analysis of the dynamics imposed by the RMI exposed the foundations of orthodox economic policy, the Keynesian and regulationist criticism and the Marxist opposition with the aim of elucidating the process of advancing financialization, not as an anomaly of capitalist development, but, above all, as an integral part of the totality expressed in the historical process of capital accumulation. In the contemporary period, the orthodox perspective remained hegemonic in Brazil, even when its formulations make evident its detachment from the concrete reality of developing countries, in which sectors of society seek to reduce economic and social inequality. It ends by emphasizing the historical need to

overcome the contradiction between capital and labor and contain the process of environmental destruction, from the perspective of building economic, political, social and cultural foundations towards socialism.

**Keywords:** Economy; Orthodoxy; Financialization; Inflation Targeting Regime; Capitalist Accumulation.

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1 – Evolução real do PIB e da taxa de desemprego aberto (%) - médias anuais - 1989-1998</b> .....	477
<b>Gráfico 2 – Necessidade de financiamento do setor público em % do PIB - 1994-1998</b> .....	511
<b>Gráfico 3 – Necessidades de financiamento do setor público em % do PIB - juros reais - 1994-1998</b> .....	511
<b>Gráfico 4 – Necessidades de financiamento do setor público em % do PIB - resultado operacional - 1994-1998</b> .....	522
<b>Gráfico 5 – Dívida líquida total do setor público em % do PIB (1994-1998)</b> .....	533
<b>Gráfico 6 – Distribuição da dívida líquida interna em% do PIB - 1994-1998</b> .....	544
<b>Gráfico 7 – Contas do balanço de pagamentos 1990-1994 - (em US\$ milhões)</b> .....	566
<b>Gráfico 8 – Investimentos estrangeiros, empréstimos e financiamentos 1994-1998 (US\$\$ milhões)</b> .....	588
<b>Gráfico 9 – Dívida líquida total do setor público em % do PIB (1998 - 2002)</b> .....	988
<b>Gráfico 10 – Dívida interna líquida em % do PIB (1998 -2002)</b> .....	999
<b>Gráfico 11 – Despesa com juros + Amortização, investimentos, inversões financeiras, pessoal e Encargos, saúde Educação e previdência social: 1998-2002 (em % do PIB)</b> .....	1044
<b>Gráfico 12 – Despesa com juros+amortização, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 1998-2002 (em % despesa total)</b> .....	1077
<b>Gráfico 13 – Déficit do balanço de pagamentos em % do PIB: 1997-2006</b> .....	1155
<b>Gráfico 14 – Fluxos líquidos de capitais: 1995-2006 (US\$ milhões)</b> .....	1255
<b>Gráfico 15 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2003-2006 (em % do PIB)</b> .....	1311
<b>Gráfico 16 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões finaceiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e Previdência Social: 2002 -2006 (em % do PIB)</b> .....	1355
<b>Gráfico 17 – Despesa com juros+amortização, investimentos, inversões finaceiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2002 -2006 (em % da despesa total)</b> .....	1388

<b>Gráfico 18 – Fluxos líquidos de capitais: 2006-2010 (US\$ milhões)</b> .....	1522
<b>Gráfico 19 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2007-2010 (em % do PIB)</b> .....	1566
<b>Gráfico 20 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2006-2010 (em % do PIB)</b> .....	1777
<b>Gráfico 21 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões financeiras, saúde, educação e previdência social: 2006-2010 (em % da despesa total)</b> .....	1799
<b>Gráfico 22 – Variação do PIB e taxa de desemprego aberto</b> .....	1822
<b>Gráfico 23 – Número de empregados com vínculo formal (em Milhões)</b> .....	1822
<b>Gráfico 24 – Geração líquida de postos de trabalho (celetistas)</b> .....	1833
<b>Gráfico 25 – Evolução do salário mínimo real* (Ano Base 1994 = 100)</b> .....	1844
<b>Gráfico 26 – Massa salarial real - evolução anual (%)</b> .....	1855
<b>Gráfico 27 – Participação dos salários e do excedente operacional bruto no PIB (%)</b> .....	1866
<b>Gráfico 28 – Taxa de cobertura previdenciária</b> .....	1866
<b>Gráfico 29 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2011 -2018 (em % do PIB)</b> .....	200
<b>Gráfico 30 – Fluxos de capitais: 2011 - 2018 (US\$ milhões)</b> .....	2033
<b>Gráfico 31 – Consumo final da administração pública variação real trimestral (%)</b> 2222	
<b>Gráfico 32 – Despesas do Tesouro Nacional - Evolução das rubricas mensais acumuladas em 12 meses, em valor nominais (R\$ bilhões)</b> .....	2233
<b>Gráfico 33 – Resultado Primário do Governo Central após a primeira ofensiva fiscal - Evolução das rubricas mensais acumuladas em 3, 6 e 12 meses, em valores nominais (R\$ bilhões)</b> .....	2244
<b>Gráfico 34 – Resultado Primário do Governo Central - Evolução das rubricas mensais acumuladas em 6 e 12 meses, em valores nominais (R\$ bilhões)</b> .....	2255
<b>Gráfico 35 – Produto Interno Bruto – variação real trimestral (%)</b> .....	2255
<b>Gráfico 36 – Desemprego – Taxa de Desemprego (%)</b> .....	2266
<b>Gráfico 37 – Desembolsos do sistema BNDES - Desembolsos mensais acumulados em 12 meses (R\$ milhões)</b> .....	23030

<b>Gráfico 38 – Saldos das operações de crédito - Variação em 12 meses dos saldos conforme o tipo de controle da instituição financeira (%)</b> .....	2311
<b>Gráfico 39 – Despesas com juros + amortização, investimento, inversões financeiras, pessoal e encargos, saúde, educação e previdência social: 2010-2014 (em % do PIB)</b> .....	2377
<b>Gráfico 40 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2014-2018 (em % do PIB)</b> .....	2377
<b>Gráfico 41 – Despesas com juros+amortização, investimento, Inversões financeiras, saúde, educação e previdência social: 2010-2014 (em % da despesa total)</b> .....	24040
<b>Gráfico 42 – Despesas com juros+amortização, investimento, Inversões financeiras, saúde, educação e previdência social: 2014-2018 (em % da despesa total)</b> .....	24040
<b>Gráfico 43 – Variação do PIB e taxa de desemprego aberto (2010-2018)</b> .....	2444
<b>Gráfico 44 – Número de empregados com vínculo formal (em milhões)</b> .....	2466
<b>Gráfico 45 – Geração líquida de postos de trabalho (celetistas) - n° de Postos de Trabalho</b> .....	2477
<b>Gráfico 46 – Evolução do salário mínimo real* - (Ano Base 1994 = 100)</b> .....	2488
<b>Gráfico 47 – Massa salarial real - evolução anual (%)</b> .....	2488
<b>Gráfico 48 – Participação dos salários e do excedente operacional bruto no PIB (%)</b> .....	2499
<b>Gráfico 49 – Trajetória do gasto social federal total - 2002-2018 (% do PIB)</b> .....	25050
<b>Gráfico 50 – Bolsa Família - famílias atendidas (em milhões)</b> .....	2511

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 1 – Luta econômica horizontal</b> .....	2766
<b>Quadro 2 – Luta econômica vertical</b> .....	2766

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1 – Brasil:</b> evolução de variáveis econômicas selecionadas 1990-1994 .....	355
<b>Tabela 2 – Brasil:</b> algumas contas do balanço de pagamentos 1990-1994 (em US\$ milhões) .....	366
<b>Tabela 3 – Brasil:</b> reservas internacionais e crescimento das necessidades de financiamento do setor público (% PIB) 1994-1998.....	444
<b>Tabela 4 – Reservas externas brasileiras (conceito):</b> liquidez internacional 1996-1998	444
<b>Tabela 5 – Brasil:</b> evolução da taxa de juros 1997-1998 .....	455
<b>Tabela 6 – Brasil:</b> Produto Interno Bruto e Desemprego 1994-1998.....	466
<b>Tabela 7 – Necessidade de financiamento do setor público (%) do PIB</b> .....	50
<b>Tabela 8 – Dívida líquida do setor público (%) do PIB</b> .....	522
<b>Tabela 9 – Contas do balanço de pagamentos 1990-1994 - (em US\$ milhões)</b> .....	544
<b>Tabela 10 – Resultados acumulado das privatizações 1991- jul./1999 em US\$ milhões</b>	555
<b>Tabela 11 – Investimento líquido 1991-1998 (US\$ milhões)</b> .....	577
<b>Tabela 12 – Reservas internacionais e crescimento das necessidades de financiamento do setor público</b> .....	966
<b>Tabela 13 – Dívida líquida do setor público (% do PIB)</b> .....	977
<b>Tabela 14 – Brasil:</b> evolução da taxa de juros.....	100
<b>Tabela 15 – Evolução do IGP-DI e do IPCA- 1998-2004</b> .....	100
<b>Tabela 16 – Brasil:</b> PIB, Desemprego e Inflação 1997 – 2002 .....	1011
<b>Tabela 17 – Despesa liquidada com juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 1998 - 2002 - (em R\$ de dezembro 2020)</b> .....	1022
<b>Tabela 18 – Despesas liquidadas com juros e encargos, amortização, refinanciamento, investimentos, inversões financeiras, gastos com pessoal, saúde educação e previdência social: 1998 - 2002 - (em % do PIB e % do gasto total)</b> .....	1033



<b>Tabela 19 – Indicadores de vulnerabilidade externa, Brasil e mundo: 1995-2006</b> .....	1166
<b>Tabela 20 – Crescimento do PIB da economia mundial em %</b> .....	1188
<b>Tabela 21 – Evolução da meta da taxa Selic: 2003-2006</b> .....	1199
<b>Tabela 22 – Evolução das Reservas Externas - conceito de liquidez internacional: 2003-2006 (US\$ bilhões)</b> .....	1211
<b>Tabela 23 – Cotação do dólar comercial - venda (R\$/US\$) fim de período: 2003-2006</b> .....	1222
<b>Tabela 24 – Meta de inflação e IPCA: 2003-2006</b> .....	1233
<b>Tabela 25 – Exportações, importações, saldo comercial e saldo em transações correntes: 2003-2006 (em US\$ milhões)</b> .....	1244
<b>Tabela 26 – Fluxos líquidos de capitais: 1995-2006 (US\$ milhões)</b> .....	1255
<b>Tabela 27 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2003 - 2006 (em % do PIB)</b> .....	1288
<b>Tabela 28 – Resultado revisado das contas do setor público consolidado: 2003 - 2006 (em % do PIB)</b> .....	13030
<b>Tabela 29 – Renda, investimento e emprego: 2003-2006</b> .....	1322
<b>Tabela 30 – Despesa liquidada com Juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2002 -2006 - (em R\$ de dezembro 2020)</b> .....	1333
<b>Tabela 31 – Despesa liquidada com juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, saúde, educação e previdência social: 2002-2006 (em % do PIB e % do total)</b> .....	1344
<b>Tabela 32 – Evolução da meta da taxa Selic: 2007-2010</b> .....	1488
<b>Tabela 33 – Evolução das Reservas Externas - conceito de liquidez internacional: 2007-2010 (US\$ milhões)</b> .....	15050
<b>Tabela 34 – Exportações, importações, saldo comercial e saldo em transações correntes: 2006-2010 (em US\$ milhões)</b> .....	1511
<b>Tabela 35 – Fluxos líquidos de capitais: 2006-2010 (US\$ milhões)</b> .....	1522
<b>Tabela 36 – Relação investimento direto e operações de greenfield: 2003-2010 (em US\$ milhões)</b> .....	1533
<b>Tabela 37 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2007 - 2010 (em % do PIB)</b> .....	1555

<b>Tabela 38 – Dívida bruta do governo geral: 2007-2010 (em % do PIB).....</b>	<b>1722</b>
<b>Tabela 39 – Despesa liquidada com Juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2006-2010 - (em R\$ de dezembro 2020).....</b>	<b>1744</b>
<b>Tabela 40 – Benefícios previdenciários concedidos no valor de um salário mínimo ...</b>	<b>1755</b>
<b>Tabela 41 – Despesa liquidada com Juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, saúde educação e previdência social: 2006 - 2010 - (em % do PIB e % do total) .....</b>	<b>1766</b>
<b>Tabela 42 – Evolução da meta da taxa Selic: 2011-2018 .....</b>	<b>1933</b>
<b>Tabela 43 – Evolução das Reservas Externas - conceito de liquidez internacional: 2011-2018 (US\$ milhões) .....</b>	<b>1966</b>
<b>Tabela 44 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2011 - 2018 (em % do PIB) .....</b>	<b>1999</b>
<b>Tabela 45 – Evolução da taxa de câmbio em fim de período (venda): 2011-2018.....</b>	<b>2011</b>
<b>Tabela 46 – Fluxos líquidos de capitais: 2011-2018 (US\$ milhões).....</b>	<b>2022</b>
<b>Tabela 47 – Exportações, importações, saldo comercial e saldo em transações correntes: 2011-2018 (em US\$ milhões) .....</b>	<b>2044</b>
<b>Tabela 48 – Ranking de crescimento do PIB (taxas reais ao ano em moeda nacional em %)......</b>	<b>2122</b>
<b>Tabela 49 – Despesa com juros e encargos, amortização, refinanciamento, investimentos, inversões financeiras, gastos com pessoal, saúde educação e previdência social: 2010 -2018 - (em % do PIB e % do gasto total).....</b>	<b>2366</b>

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACDT	Ato das Disposições Constitucionais Transitórias
AM	Autoridade Monetária
BID	Banco Interamericano do Desenvolvimento
BIRD	Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	Banco de Compensações Internacionais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CCJ	Comissão de Constituição e Justiça
CEF	Caixa Econômica Federal
CF	Constituição Federal
CGU	Controladoria-Geral da União
CIDE	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CIF	<i>Cost Insurance And Freight</i>
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CPMF	Contribuição Provisória Sobre Movimentação financeira
Cr\$	Cruzeiros
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CSLL	Contribuição Sobre o Lucro Líquido
CUT	Central Única dos Trabalhadores
Deban	Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Demab	Departamento de Operações do Mercado Aberto
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Depin	Departamento das Reservas Internacionais

Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DRU	Desvinculação das Receitas da União
EC	Emenda Constitucional
ECR	Emenda Constitucional de Revisão
EOB	Excedente Operacional Bruto
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FED	<i>Federal Reserve Bank</i>
FEF	Fundo de Estabilização Fiscal
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FIESP	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FIPE	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FMI	Fundo Monetário Internacional - <i>International Monetary Fund</i> - IMF
FOB	<i>free on board</i>
FS	Força Sindical
FSE	Fundo Social de Emergência
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IED	Investimentos Externo Direto ou Investimento Estrangeiro Direto
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
INCC-M	Índice Nacional de Custo da Construção do Mercado
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional de Seguridade Social
IOF	Imposto Sobre Operações Financeiras
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo do Mercado
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-M	Índice de Preços ao Consumidor do Mercado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPMF	Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira
IRPF	Imposto de Renda Pessoa Física
ISS	Imposto Sobre Serviços
IVA	Imposto sobre Valor Agregado
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias

LFTs	Letras Financeiras do Tesouro
LOA	Lei Orçamentária Anual
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
ME	Ministério da Economia
MEC	Ministério da Educação
MP	Medida Provisória
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
Ncz\$	Cruzados novos
NFSP	Necessidades de Financiamento do Setor Público
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
ONU	Organização das Nações Unidas
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAES	Programa de Parcelamento Especial
PAI	Plano de Ação Imediata
PDP	Política de Desenvolvimento Produtivo
PEA	População Economicamente Ativa
PEC	Proposta de Emenda Constitucional
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PITCE	Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior
PMCMV	Programa Minha Casa Minha Vida
PND	Programa Nacional de Desestatização
PPI	Projeto Piloto de Investimentos
PPP	<i>Purchasing Power Parity</i>
Pronaf	Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar
RMI	Regime de Metas de Inflação
RMSP	Região Metropolitana de São Paulo
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SNA	<i>System of National Accounts</i>
SUS	Sistema Único de Saúde
TBAN	Taxa de Assistência do Banco Central
TCU	Tribunal de Contas da União
TJLP	Taxa de Juros de longo Prazo
TN	Tesouro Nacional
TQM	Teoria Quantitativa da Moeda

UNCTAD	Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento - <i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
UPAs	Unidades de Pronto Atendimento
URV	Unidade Real de Valor
URV	Unidade de Referência do Valor
USP	Universidade de São Paulo

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	18
<b>2</b>	<b>ELEMENTOS DO CONTEXTO HISTÓRICO DO PERÍODO 1990-1998</b> .....	299
<b>2.1</b>	<b>Introdução</b> .....	299
<b>2.2</b>	<b>Antecedentes do Plano de Estabilização Monetária</b> .....	30
<b>2.3</b>	<b>Construção do Plano de Estabilização e a Âncora Cambial</b> .....	377
<b>2.4</b>	<b>Lançamento da nova moeda e seus impactos</b> .....	41
<b>2.5</b>	<b>Conclusão</b> .....	60
<b>3</b>	<b>DA ÂNCORA CAMBIAL À ÂNCORA FISCAL: o regime de metas de inflação</b> ..	633
<b>3.1</b>	<b>Introdução</b> .....	633
<b>3.2</b>	<b>A abordagem da macroeconomia ortodoxa</b> .....	64
<b>3.3</b>	<b>Processo de construção da Nova Âncora</b> .....	766
<b>3.4</b>	<b>Concepção e conteúdo do Regime de metas de inflação</b> .....	811
<b>3.5</b>	<b>Adoção do regime de metas de inflação e seus impactos</b> .....	933
<b>3.6</b>	<b>Conclusão</b> .....	1088
<b>4</b>	<b>ALTERNÂNCIA DE PODER E CONTINUIDADE DA POLÍTICA ECONÔMICA: 2003-2006</b> .....	1111
<b>4.1</b>	<b>Introdução</b> .....	1111
<b>4.2</b>	<b>Vulnerabilidade externa e Política Monetária Contracionista</b> .....	1122
<b>4.3</b>	<b>Fidelidade à política ortodoxa</b> .....	1266
<b>4.4</b>	<b>Dinâmica dos gastos</b> .....	1322
<b>4.5</b>	<b>Conclusão</b> .....	14040
<b>5</b>	<b>REDUÇÃO DAS METAS FISCAIS SEM ABANDONO DA ORTODOXIA: o segundo governo Lula (2007 – 2010)</b> .....	1422
<b>5.1</b>	<b>Introdução</b> .....	1422

5.2	Mudanças tímidas preservando os fundamentos da matriz ortodoxa .....	1433
5.3	Enfrentamento da crise financeira internacional .....	1599
5.4	Evolução dos gastos e indicadores sociais .....	1733
5.5	Conclusão .....	1888
6	<b>GOVERNOS DILMA E TEMER: crescimento, austeridade, recessão e golpe de estado (2011 - 2018).....</b>	<b>1911</b>
6.1	<b>Introdução.....</b>	<b>1911</b>
6.2	<b>Contradições da política econômica do Governo Dilma.....</b>	<b>1922</b>
6.3	<b>Crise fiscal e retração do investimento .....</b>	<b>2111</b>
6.4	<b>Crise econômica, receituário ortodoxo e resultados .....</b>	<b>22020</b>
6.4.1	Política Fiscal.....	2211
6.4.2	A Política Monetária .....	2288
6.5	<b>Governo Temer, Novo Regime Fiscal: Austeridade e Retrocesso.....</b>	<b>2322</b>
6.6	<b>Comportamento da despesa entre 2011-2018.....</b>	<b>2355</b>
6.7	<b>Trajetória dos principais indicadores sociais no período 2011-2018 .....</b>	<b>2433</b>
6.8	<b>Conclusão.....</b>	<b>2522</b>
7	<b>CONTRAPONTO HETERODOXO AO MAINSTREAM E A CRÍTICA MARXISTA AO RMI COMO PARTE DO PROCESSO DE ACUMULAÇÃO CAPITALISTA.....</b>	<b>255</b>
7.1	<b>Introdução.....</b>	<b>2555</b>
7.2	<b>Abordagem Macroeconômica Heterodoxa .....</b>	<b>2566</b>
7.2.1	Abordagem de Keynes sobre a Política Fiscal.....	2622
7.2.2	Fontes de Financiamento do Gasto Público na Teoria Keynesiana.....	2655
7.3	<b>Crítica de Marx ao Processo de Acumulação Capitalista .....</b>	<b>2688</b>
7.3.1	Regulação pela Lei do Valor, Queda da Taxa de Lucro e sua Contratendência.....	2688
7.3.2	Dívida Pública e Capital Fictício .....	2788
7.3.3	Associação Inelutável entre Estado e Capital .....	2888
7.4	<b>Conclusão.....</b>	<b>2999</b>
8	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>3022</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>3122</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O Regime de Metas de Inflação (RMI) instituído no Brasil, por meio do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, objeto da presente tese, é analisado como um mecanismo constituído a partir dos processos de determinação da lógica de funcionamento da economia capitalista no sistema global, portanto são destacadas suas contradições e seus impactos políticos, econômicos e sociais no Brasil, no período de 1999 a 2018 (Brasil, 1999).

Foram concebidos para esta análise os seguintes objetivos: elucidar as relações constituídas no sistema do capitalismo global e no pensamento ortodoxo imperante; explicitar os desdobramentos da execução da política macroeconômica do *mainstream* na economia nacional; apresentar o debate entre as diferentes perspectivas teórico-metodológicas de análise e de explicação dos entraves ao processo de desenvolvimento econômico e social do país na atual conjuntura, na qual se expande o caráter do Estado capitalista sob a tutela da finança mundializada.

A consecução da análise pretendida foi referenciada na perspectiva dialética-histórica, elaborando-se uma crítica interna ao campo da economia capitalista sob a égide do pensamento hegemônico constituído a partir da Nova Síntese Neoclássica, também conhecida como Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Esta crítica interna foi desdobrada nos capítulos três a seis, possibilitando, após essa incursão no campo do *mainstream* e da experiência brasileira (1999-2018), a elaboração de uma crítica externa, por meio da qual foram demonstrados os fundamentos do sistema capitalista em sua dinâmica de reprodução continuada.

Desse modo, foi explicitada a função primordial do RMI para a manutenção das finalidades do modo de produção capitalista na fase contemporânea, na qual o crescente processo de financeirização mantém as relações sociais de produção do valor. Esta crítica externa foi formulada no capítulo sete, contendo uma aproximação teórica de contraponto à abordagem macroeconômica heterodoxa a partir da crítica marxista ao processo de acumulação capitalista.

Nesse sentido, o RMI enquanto abstração dessa lógica, apresenta-se como manifestação aparente da complexa constituição e reformulação do capitalismo. Por essa razão, seu desvelamento, a fim de ser superado o nível de análise formal, exigiu adentrar-se na análise lógico-histórica, por meio da qual compreende-se que os espaços de valorização do valor somente existem como partes de uma totalidade, cuja concretude se deriva do antagonismo característico do modo de produção capitalista entre o capital e a força de trabalho. Nesse



contexto, o Estado expressa a forma política do capital, tornando-se subordinado à definição da política monetária, para executar as medidas impostas pelos organismos multilaterais que constituem parte da governança do capital em nível mundial.

As análises existentes sobre o RMI são predominantemente elaboradas pelos seus defensores, na corrente ortodoxa, e seus críticos, representados pelos keynesianos e pós-keynesianos, que buscam alternativas de estabilização macroeconômica, sem levar em conta as contradições imanentes ao próprio processo de acumulação capitalista. São as análises marxistas que contribuem para clarificar, a partir de Marx (1986, Livro III, v. V), a problemática da teoria da “autonomia” da finança articulada à “exterioridade da produção”, principalmente no contexto de expansão da riqueza sob a forma financeira.

Portanto, apresenta-se um contraponto a essas análises desvelando a dimensão objetiva dos impactos produzidos pela adoção do RMI, por meio do levantamento e da análise de dados estatísticos obtidos em fontes secundárias, como órgãos oficiais do governo (IBGE, BCB, IPEA, STN) e de agências multilaterais (FMI e BIRD), relacionados à distribuição dos recursos públicos destinados às políticas sociais, em comparação com a parcela desses mesmos recursos destinada à remuneração dos ativos financeiros, sob a forma de capital fictício, representados pela dívida pública, notadamente a dívida pública mobiliária federal.

Ao mesmo tempo, a partir da literatura predominantemente pós-keynesiana, foram explicitadas as incongruências das recomendações ortodoxas oriundas de organismos multilaterais, assimiladas em grande medida de forma acrítica e operacionalizadas pelos *policy makers*<sup>1</sup> integrantes dos diferentes governos brasileiros. As vertentes heterodoxas, pós-keynesianas, regulacionistas, e a vertente ortodoxa acerca da dinâmica do RMI e suas propostas de estabilização foram analisadas a partir da abordagem marxiana e de autores marxistas sobre o desenvolvimento do capitalismo, na fase do predomínio das finanças em âmbito mundial, com o objetivo de elucidar o processo de avanço da financeirização, não como uma anomalia do desenvolvimento capitalista, mas, sobretudo, como parte integrante da totalidade expressa no processo histórico de acumulação do capital.

---

<sup>1</sup> A categoria *policy makers* abrange o segmento das elites que, nos países periféricos, assume a defesa da teoria econômica monetarista, integrando-se ao processo de internacionalização de decisões acerca da política macroeconômica na perspectiva da ortodoxia liberal. Isso possibilita a sua articulação com as elites dos países centrais, hegemônicas nos organismos multilaterais; portanto, tornam-se representantes *qualificados* do *mainstream*, os quais dominam a língua oficial *inglês* e defendem *fervorosamente* os interesses do capital em nível internacional. Para compreender a constituição histórica dessa categoria, ver Silva (2021).

Dentre o conjunto de consequências negativas da política econômica ortodoxa, destacam-se a submissão da política fiscal à política monetária, sendo esta compreendida primordialmente como a taxa de juros reais elevada, tida como necessária para conter a demanda agregada; a obrigatoriedade de obter superávit primário suficiente para honrar o compromisso com os investidores e a manutenção da relação dívida pública/Produto Interno Bruto (PIB), em níveis que inspirem *confiança* nos detentores da dívida mobiliária federal. É definido pelo *mainstream* que para o sucesso do RMI, faz-se necessário manter permanentemente a disposição, não apenas de garantir a remuneração dos *investidores*, como também deixar claro o comprometimento dos *policy makers* com a preservação do valor da moeda e da sustentabilidade da dívida pública.

No Brasil, pós-estabilização monetária em 1994, e principalmente após a implementação do RMI em 1999 até o corrente ano, tem-se verificado taxas de crescimento do PIB extremamente baixas e até mesmo negativas, o que representa para o período uma taxa média muito aquém do potencial da economia brasileira, dificultando que seja garantida a ocupação da população economicamente ativa, apta a ingressar anualmente no mercado de trabalho.

Constatou-se o subinvestimento por parte do setor público, principalmente na esfera federal, enredado no rígido compromisso com a política econômica composta por metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante. Dessa forma, o setor público responde, preferencialmente, às demandas impostas pelo processo de estabilização, ficando secundarizado tanto o gasto com as políticas sociais quanto com a manutenção e ampliação da infraestrutura econômica. Esse quadro de redução do papel do Estado, no que diz respeito à oferta dos serviços e bens públicos, indispensáveis à melhoria dos padrões de vida da população, produz também sua insuficiente participação no processo de planejamento e execução de projetos de desenvolvimento econômico de caráter estruturante, capazes de induzir o investimento produtivo privado.

A aparente contradição que se verifica entre a insuficiência dos investimentos nas áreas social, de infraestrutura econômica e o crescimento dos gastos do setor público, decorre da crescente participação das despesas de caráter financeiro, consideradas verdadeiras *cláusulas pétreas* no processo de execução orçamentária. A prevalência das despesas referentes ao pagamento dos serviços da dívida pública é considerada imprescindível pelo RMI, pois a *credibilidade e reputação* dos países, também denominados pelos organismos multilaterais e pelos mercados financeiros simplesmente como economias, é avaliada de acordo com os

esforços desses países para garantir o compromisso com o pagamento da remuneração do capital dos investidores. Na verdade, esse comprometimento decorre do pagamento de juros das aplicações de portfólio e de tesouraria de residentes, não residentes e das empresas do setor financeiro.

A imposição do RMI pelos organismos multilaterais, principalmente o Fundo Monetário Internacional (FMI - *International Monetary Fund* - IMF), e a reiterada opção por esse regime da parte dos condutores da política macroeconômica, ao longo do período (1999-2018), subtraiu do governo federal a capacidade de intervir na economia pelo uso dos principais instrumentos de política econômica: políticas monetária, fiscal e cambial. Desse modo, a política macroeconômica levada a cabo nesse período, legitimada pelo pensamento ortodoxo como sendo a única possível, implica, a rigor, para países como o Brasil, a supressão da política econômica, considerando-se que as metas inflacionárias condicionam a política monetária, tornando subordinada a esta a política fiscal (produção de superávits primários suficientes para garantir a estabilidade da relação dívida pública/PIB, qualquer que seja a taxa de juros); também a política cambial resulta da dinâmica do próprio mercado e sofre os impactos da política de juros do Banco Central do Brasil (BCB) e das condições de liquidez no mercado financeiro internacional.

A despeito da gravidade dos efeitos que se produziram sobre a economia nacional, desde os governos Fernando Henrique Cardoso (FHC - 1995-2002), Lula (2003-2010) e Dilma/Temer (2011-2018), manteve-se o predomínio dos fundamentos teóricos do pensamento hegemônico ortodoxo-liberal, com o avanço das *reformas* consideradas de segunda geração, que implicam mudanças institucionais restritivas para a implementação de políticas macroeconômicas discricionárias, principalmente nos âmbitos fiscal e monetário. Essas reformas visam sobretudo expandir a interferência do FMI nas ações fiscais e tributárias dos países emergentes e delimitar a ação dos seus gestores econômicos, inclusive com a imposição da autonomia/independência dos Bancos Centrais. No Brasil, ocorreu essa autonomia para fixação da taxa básica de juros e a imposição da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) (Brasil, 2000).

Tal dispositivo legal, peça integrante do acordo com o FMI firmado em 1999, é considerado indispensável para uma gestão fiscal responsável, sobretudo em nível dos governos subnacionais, com a finalidade de garantir o controle rígido em relação aos gastos com pessoal, endividamento e compromisso com o equilíbrio das contas públicas, além de servir como instrumento de punição para os gestores responsáveis pela sua administração. Esse dispositivo

não se limitou apenas a garantir a transparência da gestão pública, como previsto na Constituição Federal (CF) de 1988. Na realidade, tornou-se o principal instrumento de execução da política de austeridade fiscal por parte do governo central, ao obrigar os demais entes federados a contribuírem para a elevação de superávit primário, como definido pela adoção do RMI.

Outro exemplo da continuidade e do aprofundamento das reformas de segunda geração foi a aprovação da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) nº 55, em 13 de dezembro de 2016, determinando que o teto de gastos não financeiros fosse igual ou inferior ao verificado em 2017, pelos próximos vinte anos, apenas sendo corrigido pelo índice oficial de inflação (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA). Essa emenda constitucional manteve sem limites os gastos financeiros, decorrentes do pagamento de juros e rolagem da dívida mobiliária federal, indispensáveis no contexto da execução da política monetária, permanentemente contracionista, por parte do Banco Central. A PEC aprovada em 2016 se insere no discurso oficial da alegada *necessidade* de contenção das despesas obrigatórias, excetuadas as de caráter financeiro, evidenciando a função do Estado capitalista e também do pensamento ortodoxo em manter a valorização da riqueza, sob suas diferentes formas de extração do valor, inclusive pela amplificação do rentismo.

O cumprimento das condicionalidades impostas pelas reformas de segunda geração não significou o ingresso do país num ciclo de crescimento econômico sustentável, mesmo quando os investidores foram favorecidos pelas elevadas taxas de retorno. O que se verificou foi que o processo de expansão da economia brasileira continuou a depender das condições de liquidez internacional, amplamente favoráveis e do *boom* da economia global, a exemplo da elevação excepcional dos preços das *commodities* verificados no período de 2003 a 2007. Entretanto, o Brasil, no grupo das economias chamadas *emergentes*, foi um dos que teve expansão média anual do produto não superior a 3,5% no período.

Dentre as razões para este pífio crescimento, destacou-se a elevação do superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB no ano de 2003<sup>2</sup>, sem que tivesse sido feita nenhuma exigência pelo FMI. Ao contrário, havia indicações dessa instituição apontando para a necessidade de realização de reformas estruturais e expansão dos investimentos em infraestrutura para favorecer a superação de obstáculos ao crescimento. Na realidade, os *policy makers* optaram por aprofundar a política econômica herdada do governo anterior. Além da

---

<sup>2</sup> Ver Oliveira (2012, p. 274). Em 2003, o superávit obtido de acordo com metodologia anterior correspondeu a 3,9% do PIB, conforme consta da Tabela 27. Após a revisão do cálculo realizada em função das mudanças metodológicas ocorridas em 2007 e 2010 o resultado primário foi superavitário em 3,2% do PIB (Tabela 28).

manutenção da crescente contração fiscal, foram mantidos baixos níveis de investimentos públicos e privados frente à elevada carga tributária bruta, altas taxas de juros reais e a não realização de reformas fundamentais, como a tributária, imprescindível para a consecução de maior equidade da tributação. Essa reforma teria a capacidade de reduzir a alta regressividade existente, dotando o Estado dos recursos necessários para fazer face aos investimentos indispensáveis, tanto na área social quanto na manutenção e ampliação da infraestrutura econômica.

A partir da análise dos impactos do RMI sobre a dinâmica da economia brasileira, no período de 1999 a 2018, demonstrou-se a complexidade do processo de acumulação capitalista no país no período recente, confirmando a hipótese assim configurada: a valorização da riqueza na esfera financeira condiciona a política macroeconômica dos Estados Nacionais a um quadro de permanente restrição monetária e fiscal, como se evidencia na experiência brasileira.

Diante do contexto nacional e internacional, em que prevalece a hegemonia crescente da forma financeira do capital, tratou-se de identificar, a partir de elementos da crítica marxista à corrente hegemônica da economia e à corrente pós-keynesiana, as conjunturas históricas, os fundamentos da abordagem ortodoxa que se constituíram e se materializaram, mediante a execução das políticas macroeconômicas no Brasil de 1999 até 2018, enfatizando a aderência da hipótese à realidade concreta dimensionada nas suas manifestações empíricas demonstradas nos capítulos de três a seis.

Estabeleceu-se a conexão entre o RMI e o retorno do paradigma neoclássico, sob a denominação de Escola Novo-Clássica ou das expectativas racionais, enquanto vertente que se propôs fazer a crítica ao monetarismo na versão neoquantitativista de Milton Friedman que defendia as expectativas adaptativas.

No entanto, os representantes dessa escola se baseiam nas mesmas hipóteses monetaristas da taxa natural de desemprego, quando prevalece somente o desemprego voluntário e o friccional, na curva expectacional de Phillips e no chamado viés inflacionário. Porém, divergem de Friedman quanto à neutralidade da moeda no curto prazo, o *trade-off* de curto prazo entre o nível de desemprego e o nível de preço da economia.

As ideias derivadas do *Consenso de Washington* se concretizaram na geração de planos de estabilização econômica, viabilizados pelo retorno dos fluxos voluntários de liquidez (principalmente capitais de curto prazo destinados à aplicação de portfólio), que possibilitaram a renegociação das dívidas externas dos países em desenvolvimento da América Latina nos

marcos do *Plano Brady*<sup>3</sup>. Tal movimento permitiu a esses países uma nova inserção no mercado financeiro internacional, fortemente marcado pelo processo de desintermediação bancária, vigente desde a década de 1980.

Nesse contexto, diversos planos de estabilização econômica tiveram como âncora nominal a taxa de câmbio (fixa ou semifixa) na fase inicial. No caso do Plano Real, a taxa de câmbio semifixa vigorou desde o seu lançamento até janeiro de 1999, substituída pelo RMI, a partir de julho daquele ano. Tanto a âncora cambial quanto o RMI impuseram a absorção de grande volume de capitais voláteis, da qual decorreu a apreciação cambial e a necessidade crescente de produção de *superávit* primário, destinado a fazer face às despesas necessárias no processo de execução da política monetária (operações de enxugamento de liquidez), bem como à manutenção da relação dívida/PIB, critério de solvência utilizado tanto pelo FMI como pelas agências de avaliação de risco.

Ressalta-se que a manutenção da política monetária ortodoxa, subordinando a política fiscal, permaneceu sendo justificada e defendida como única alternativa capaz de garantir a estabilidade macroeconômica, segundo o Novo Consenso Macroeconômico, cuja orientação teórica preponderante é a teoria novo-clássica difundida largamente pelo FMI, Banco Mundial, e reproduzida pelas autoridades monetárias e da área econômica dos diferentes governos, independentemente de suas filiações político-ideológicas. Além dessas instituições, também estão aglutinados em torno do *mainstream* os representantes do capital financeiro, muitos centros acadêmicos e a mídia convencional comprometida com esse padrão de acumulação de riqueza sob predomínio do rentismo.

Resgatou-se o debate teórico e político sobre essa abordagem hegemônica em perspectiva diversa da vertente ortodoxa, ao longo do texto e, particularmente, no sétimo capítulo. Esse debate tem sido deliberadamente interdito de modo que a sociedade seja

---

<sup>3</sup> “Plano Brady é o nome dado à estratégia de renegociação da dívida externa de diversos países da América Latina no final dos anos 1980 que passavam por Crises da Dívida, incluindo o Brasil, que aderiu ao Plano em 1994, durante o governo de Itamar Franco. A nova proposta incluía mecanismos de redução da dívida externa, sendo necessário para os bancos credores aceitarem redução da dívida, dos juros, e aumento dos prazos de pagamento, e aos países devedores a apresentação de propostas e mecanismos de redução da dívida. O Brasil havia arrastado sua Crise da Dívida por toda a década de 1980, e havia passado por diversas trocas de moeda com intuito de frear a inflação inercial e fortalecer a taxa de câmbio para diminuir sua dívida externa. O Brasil assinou o Plano Brady apenas em 1994, no governo de Itamar Franco, com Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda. Assim, o Governo emitiu o equivalente a 40 a 50 bilhões de dólares em títulos brasileiros, aqui chamados de *Bradies*. A disponibilização dos *Bradies* aos credores teve sucesso pois eram ativos de grande liquidez, que possuíam a habilidade e facilidade de serem negociados diariamente no mercado financeiro norte-americano, e eram títulos de renda fixa pré ou pós-fixados” (<https://comoinvestir.thecap.com.br/plano-brady> Acessado em 05/06/2022).

convencida da não existência de alternativa e, portanto, a ortodoxia econômica mantenha-se revestida de um caráter de verdade universal, de neutralidade e inexorabilidade.

Assim sendo, evidenciou-se que os keynesianos, pós-keynesianos, regulacionistas e marxistas, embora se distingam no que se refere às suas matrizes teóricas e ideológicas, produziram referências de análise que permitem desmistificar a neutralidade da suposta solução técnica defendida pelo *maisntream*, contribuindo para desfazer a falsa dicotomia entre as dimensões políticas e técnicas, e aprofundando a explicitação do *modus operandi* do capital e suas consequências em nível mundial, regional e local.

Desse modo, demonstrou-se o processo crescente de mundialização financeira e a dinâmica de desenvolvimento do Brasil, que tem se tornado um espaço privilegiado de valorização do capital financeiro internacional, pela mediação dos organismos multilaterais e suas prescrições de políticas macroeconômicas alinhadas à *trindade da austeridade*<sup>4</sup> (devastação fiscal, monetária e desindustrialização). A partir dessas condicionalidades, foi que emergiu e se difundiu o RMI, operacionalizado sob a hegemonia ideológica e política instaurada por meio de um bloco de poder, em franca aliança com os interesses da *finança* mundializada. Esse bloco de poder tem como comando central a burguesia financeira em articulação ao agronegócio e à indústria exportadora de *commodities*, controlando e subordinando o funcionamento do Estado aos seus interesses.

Portanto, nesta tese buscou-se compreender historicamente o Brasil inserido no processo de mundialização financeira, em que elementos da sua dinâmica interna são articulados às condicionalidades externas do processo de acumulação do capital financeiro internacional, que assumiu um modo de realização expandido capaz de subordinar diferentes frações dos capitais individuais. Nesse contexto, o RMI, enquanto materialização da política ortodoxa hegemônica no Brasil, como nos demais países da América Latina, ganhou destaque na economia nacional, tanto pela sua permanência desde 1999 quanto pelos resultados produzidos ao garantir a valorização da riqueza financeira e obstar o crescimento econômico, a geração de renda e emprego, mesmo considerando os limites da democracia formal constituída no Brasil.

A elaboração final da tese, a partir do método do materialismo dialético-histórico<sup>5</sup>, compreende pressupostos marxianos fundamentais: o estabelecimento das conexões entre o

---

<sup>4</sup> Expressão utilizada por Clara Mattei (2022, p. 290) no seu livro *The Capital Order: how economists invented austerity and paved the way to fascism*.

<sup>5</sup> Para a abordagem teórico-metodológica foram utilizadas as referências fundamentais de Marx em seus textos: *Contribuição à Crítica da Economia Política* (2016) e o Posfácio à segunda edição alemã de *O Capital* (1985), primeiro volume.

abstrato e o concreto; o movimento contínuo do pensamento entre a indução e a dedução, o lógico e o histórico; o indivíduo e sua identidade como força de trabalho componente das relações sociais e o problema que se estabelece nas relações entre o capital em geral e os capitais individuais, desencadeando o processo histórico das tendências e contratendências à queda da taxa de lucro, na concorrência desenfreada para a manutenção do modo de produção capitalista e a apropriação do valor, indiferente às consequências advindas da produção da miséria social e da destruição da natureza.

O presente texto está organizado em sete capítulos assim dispostos.

### ***I Introdução***

#### ***Capítulo II - Elementos do contexto histórico do período 1990-1998***

Está dividido em três tópicos, nos quais são abordados os antecedentes do Plano de Estabilização Econômica; a construção do Plano sustentado na âncora cambial; o lançamento da nova moeda com ancoragem semifixa ao dólar americano, cujos efeitos ainda repercutem na atualidade do contexto socioeconômico do País.

#### ***Capítulo III - Da âncora cambial à âncora fiscal: o regime de metas de inflação***

Elaborou-se uma análise do processo de transição da âncora cambial para a âncora fiscal e a consequente implementação do RMI, no contexto das sucessivas crises de liquidez ocorridas em países emergentes, a exemplo, da Coréia do Sul, Rússia e, finalmente, do Brasil, no qual o esgotamento de ativos privatizáveis, bem como a transferência do controle de capital de empresas, predominantemente nacionais, para o capital estrangeiro, *obrigaram* a mudança da âncora nominal. Para tanto, dividiu-se em três tópicos o conteúdo abordado: o processo de construção da nova âncora (RMI); a concepção e o conteúdo do RMI; os impactos da adoção da nova âncora, que obrigou a produção de resultado primário superavitário.

#### ***Capítulo IV - Alternância de poder e continuidade da política econômica: 2003-2006***

São abordados aspectos da política econômica do período que abrange o final do governo FHC e, principalmente, do primeiro mandato do governo Lula. Nesse período, em que ocorreu a alternância de poder, verificou-se que as principais medidas de política econômica caminharam no sentido da manutenção e do aprofundamento da política de austeridade até então em curso. A análise desse quadriênio está organizada em três tópicos que explicitam: a redução da vulnerabilidade externa e a manutenção da política contracionista; a fidelidade à política ortodoxa; a dinâmica dos gastos públicos.

#### ***Capítulo V - Redução das metas fiscais sem abandono da ortodoxia: o segundo governo Lula (2007 – 2010)***



Trata-se da análise da política econômica do segundo governo Lula, quando foram implementadas tênues mudanças na política fiscal, acionados mecanismos de crédito subsidiado e redução de tributos para setores considerados prioritários contidos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O capítulo está dividido em três tópicos, nos quais são abordados: mudanças tímidas preservando os fundamentos da matriz ortodoxa; o enfrentamento da crise financeira internacional; evolução dos gastos e indicadores sociais.

***Capítulo VI - Governos Dilma e Temer: crescimento, austeridade, recessão e golpe de Estado (2011 - 2018)***

Analisa-se a política econômica executada nos governos Dilma-Temer, destacando-se seus efeitos contraditórios sobre o produto, emprego e renda, que comprometeu o desenvolvimento econômico e social no período 2011-2018 e lançou o País numa trajetória de crescimento negativo por dois anos consecutivos, em meio a uma crise política profunda, de difícil superação. O conteúdo está organizado em seis tópicos: o primeiro compreende as contradições da política econômica do primeiro governo Dilma; o segundo está focado na crise fiscal e retração do investimento decorrente da política de incentivos fiscais e baixo crescimento do produto; o terceiro trata da crise econômica em consequência da manutenção do receituário ortodoxo, decorrente da política fiscal restritiva e da manutenção da política monetária contracionista; no quarto, discorre-se sobre o *novo regime fiscal*, com o aprofundamento da austeridade mediante a adoção do teto de gastos; no quinto, analisa-se o comportamento das despesas entre 2011-2018, que refletiram a política de austeridade e seu aprofundamento; no último tópico, apresenta-se a trajetória dos principais indicadores sociais no período, analisando-se a tendência de queda, sobretudo a partir de 2016 até o final do governo Temer.

***Capítulo VII - Contraponto heterodoxo ao mainstream e a crítica marxista ao RMI como parte do processo de acumulação capitalista***

Trata-se das abordagens da vertente heterodoxa e da crítica marxista, na perspectiva de explicitar a contribuição de cada uma dessas abordagens que apresentam argumentos, no sentido de reafirmar, ou de refutar os fundamentos econômicos e políticos do regime de metas de inflação em vigor no Brasil, desde o segundo semestre de 1999. O capítulo está organizado em dois itens com suas subdivisões. No primeiro item, apresenta-se e analisa-se a abordagem macroeconômica heterodoxa, contemplando: abordagem de Keynes sobre a política fiscal; fontes de financiamento do gasto público na teoria keynesiana. No segundo item, desenvolveu-se a crítica de Marx ao processo de acumulação capitalista, do qual participa efetivamente o

RMI. O conteúdo está dividido em: regulação pela lei do valor, queda da taxa de lucro e suas contratendências; dívida pública e capital fictício; associação inelutável entre Estado e capital.

### ***VIII Conclusão***

## 2 ELEMENTOS DO CONTEXTO HISTÓRICO DO PERÍODO 1990-1998

### 2.1 Introdução

O conteúdo deste capítulo está dividido em três tópicos, nos quais se abordam os antecedentes do Plano de Estabilização Econômica, a construção do plano sustentado na âncora cambial e o lançamento da nova moeda com ancoragem semifixa ao dólar americano, cujos efeitos ainda repercutem na atualidade do contexto socioeconômico do País.

Esboçou-se um panorama do contexto histórico do período (1990-1998), iniciando-se pela apresentação da conjuntura pós-Plano Collor, com a devolução da liquidez, o retorno da inflação e o início dos influxos financeiros ainda em 1992. Em seguida, analisou-se a preparação das medidas de ajuste econômico provisório, tanto para criar as condições necessárias ao lançamento do Plano Real quanto para contornar o ceticismo das organizações multilaterais, em relação ao país, depois de vários planos anteriores fracassados. São identificadas e analisadas as principais medidas preparatórias, as dificuldades enfrentadas pelos *policy makers*, para levar a cabo um ajuste na profundidade requerida pelos defensores da ortodoxia prevalecente na nova geração de planos de estabilização.

Os impactos do Plano Real são analisados, bem como o esgotamento do seu principal pilar de sustentação, qual seja, a âncora cambial, no contexto de seguidas crises financeiras em diferentes países e o retorno das crises de liquidez que as autoridades econômicas no Brasil consideravam parte do passado. Era suposto que essas crises tivessem sido superadas mediante a adoção de medidas de desregulamentação financeira, abertura comercial, redução do papel do Estado, tidas pelas autoridades da área econômica do governo FHC, como capazes de guindar o país à condição de potência intermediária, subalterna, sem projeto industrializante impulsionado pelo Estado. Enfim, a livre mobilidade de capitais, a reduzida tributação e a contenção do setor público seriam condições suficientes para alcançar um ciclo *virtuoso permanente*, com estabilidade e equilíbrio na perspectiva da ortodoxia.

Entretanto, cabe questionar a razão pela qual o ajuste fiscal executado na fase preparatória do Plano Real, mesmo não tendo a profundidade requerida pelos organismos multilaterais que historicamente impuseram a perspectiva do *mainstream*, tenha sido capaz de alcançar relativa estabilidade monetária na sua primeira fase, enquanto que os planos que o antecederam sucumbiram ainda na fase inicial.

## 2.2 Antecedentes do Plano de Estabilização Monetária

O denominado Estado desenvolvimentista que vigorava desde os anos 1930, com o processo de substituição de importações, já demonstrava claros sinais de esgotamento desde o início dos anos 1980, com a crise da dívida dos países da América Latina, inserida no contexto da crise geral de acumulação do capitalismo que havia se explicitado no último quartel do século XX. É nesse contexto, com os principais países do subcontinente latino-americano envolvidos com as dificuldades para estabilizar suas economias, que se deram as discussões sobre as alternativas de política macroeconômica para a região. Com a explicitação da crise tornou-se proeminente a sustentação e valorização da riqueza pelos Estados Nacionais, como destacam Tavares e Belluzzo (2004, p. 126):

[...] a “acumulação” de ativos financeiros ganhou na maioria dos países *status* permanente na riqueza capitalista e o rentismo se ampliou de forma generalizada. Acelerando-se as mutações na composição da riqueza social do mundo capitalista e acentuaram-se as assimetrias de crescimento entre países e distribuição de renda interclasses.

No caso específico do Brasil, com o Estado mergulhado numa profunda crise fiscal e financeira e a economia às voltas com o processo hiperinflacionário, vivenciava-se, no ano de 1989, a eleição para Presidente da República. Havia decorrido aproximadamente vinte e um anos de regime autoritário, período no qual ocorreu crescimento econômico com concentração de riqueza e renda até 1980, sustentado por políticas fiscal e monetária expansionistas<sup>6</sup>, nos marcos do processo de substituição de importações, que se seguiram à II Guerra Mundial.

A dinâmica do processo de crescimento experimentado pelo País, desde 1945, não se deveu preponderantemente à perspectiva de desenvolvimento autônomo, mas se subordinou à acumulação capitalista em nível mundial, assim como as alternativas para a superação da crise econômica na década de 1980, também não foram gestadas internamente pelas classes dirigentes.

Nesse contexto de crise mundial, foi organizado um encontro em novembro de 1989, na cidade de *Washington*, pelo *Institute for International Economics* sob o patrocínio do Banco Mundial (Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento - BIRD), FMI e o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos, com a finalidade de discutir alternativas de

---

<sup>6</sup> Eram políticas de inspiração keynesiana, que se restringiam a criar as condições para acelerar a acumulação capitalista, portanto, não se verificou no período a constituição e ampliação de uma política social compatível com o Estado de Bem-Estar social nos moldes da Europa e mesmo de países Sul-americanos como foi o caso da Argentina.

políticas econômicas<sup>7</sup> para os países da América Latina, que fossem capazes de modernizar seu parque produtivo, erradicar suas mazelas e colocá-los na trilha do desenvolvimento sustentado (Oliveira, 2012).

O referido encontro teve posteriormente seus resultados sistematizados no denominado *Consenso de Washington*, pelo economista John Williamson (1989), que assumiu a relatoria do evento, componente da estratégia norte-americana desencadeada no período. Principalmente após o colapso do leste europeu, era visado ampliar e fortalecer os esforços que pudessem se traduzir em maior capacidade de competir, econômica e tecnologicamente, com as grandes potências comerciais do mundo capitalista, como era o caso da Alemanha e do Japão, depois da derrota do chamado socialismo real na ex-União Soviética.

O *Consenso de Washington* não se constituiu em um conjunto de ideias inovadoras de política econômica para abordar os problemas dos países da América Latina, ao contrário, o que fez, foi de fato explicitar de maneira unificada o pensamento ortodoxo dominante em nível mundial, permitindo a hegemonia do neoliberalismo e a dominação financeira nesses países, na medida em que fossem adotadas as propostas que já haviam sido testadas inicialmente no Chile do general Pinochet, nos Estados Unidos e Grã-Bretanha pelos governos Reagan e Thatcher, respectivamente, como observa Batista Jr. (2009, p. 116):

O valor do Consenso de Washington está em que reúne, num conjunto integrado, elementos antes esparsos e oriundos de fontes diversas, às vezes diretamente do governo norte-americano, outras vezes de suas agências, do FMI ou do Banco Mundial. O ideário neoliberal já havia sido, contudo, apresentado de forma global pela entidade patrocinadora da reunião de Washington - o "Institute for International Economics" - numa publicação intitulada "Towards Economic Growth in Latin América", de cuja elaboração participou, entre outros, Mário Henrique Simonsen.

Embora as proposições ortodoxas de política econômica viessem sendo disseminadas pelo Governo dos EUA, desde o início da administração Reagan, com o auxílio das agências multilaterais, como o BIRD, FMI e Banco Interamericano do Desenvolvimento (BID), no Brasil, elas somente foram incorporadas plenamente com o fim do governo de transição (1985-1990) e a eleição do seu sucessor para o período 1990-1994. Apesar de ter procurado conduzir com relativa autonomia a política econômica no primeiro ano de mandato, o governo eleito acabou se rendendo integralmente à orientação do *novo modelo*, após o insucesso do seu plano

---

<sup>7</sup> No contexto de intervenção do BIRD e do FMI (1991), foram formuladas críticas ao nacional-desenvolvimentismo com ênfase no excesso de intervenção estatal nos processos de desenvolvimento dos países periféricos da América Latina, sobretudo à estratégia de desenvolvimento baseada na industrialização por substituição de importações, o que implicou em proteção à indústria nascente e financiada por taxaço, implícita ou explícita, do setor primário. No documento do BIRD está explicitada a tese de que os ganhos de produtividade deveriam estar associados ao bom funcionamento do sistema de preços, como forma de garantir que a eficiente alocação de recursos seria uma prerrogativa essencial dos mercados livres e da concorrência (Carneiro, 2012).

de estabilização. O comando da área econômica passou a ser conduzido por um dos representantes do *mainstream*<sup>8</sup>, a partir de maio de 1991.

A substituição do chefe do Poder Executivo federal por seu vice, no final de 1992 e o início do processo de preparação de um novo plano de estabilização que conjugou elementos heterodoxos com medidas de aprofundamento da ortodoxia, aprofundou a estratégia do *Consenso de Washington*, pois, conforme Oliveira (2012, p. 67):

[...] com o desfecho do processo que decretou o seu *impeachment*, e o lançamento de um novo programa de estabilização em julho de 1994, denominado Plano Real, a estratégia do “Consenso de Washington” continuou, com o apoio das elites do país, a balizar os rumos da política econômica no esforço de construção de um modelo de mercado que garantisse sua redenção, mas que, como se verá, foi na sua primeira fase (1994-1998), sinônimo de estagnação, aumento do endividamento e da dependência externa e agravamento das condições de vida da população.

O objeto do *Consenso de Washington* teve como abrangência dez áreas<sup>9</sup> principais, sem que deixasse de incluir novos elementos que se desenvolveriam em paralelo, por meio da vinculação das moedas nacionais latino-americanas ao dólar, como forma transitória de combate à inflação e a obtenção da estabilidade monetária. Além disso, tem-se

[...] o apoio a esquemas regionais e sub-regionais de integração econômica dita aberta através dos quais a liberalização unilateral dos países latino-americanos se converte em compromisso internacional, como já ocorreu na negociação do acesso do México ao Nafta e ocorrerá com a transformação do Mercosul em união aduaneira (Batista Jr., 2009, p. 134).

Esse quadro de indicações para a configuração da política econômica do país ganhou materialidade e hegemonia pela efetiva participação de agentes do setor público e privado que disseminaram e consolidaram o *mainstream* no âmbito da academia, da mídia e nos *think tanks*<sup>10</sup> das corporações empresariais, a exemplo, da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP). Em seu documento de agosto de 1990, sob o título *Livre para crescer: proposta para um Brasil moderno*, no qual se reflete a mesma concepção de agenda de reformas consolidada em Washington, a FIESP defendeu, paradoxalmente, a inversão do processo

<sup>8</sup> O comando da economia foi assumido por Marcílio Marques Moreira.

<sup>9</sup> A avaliação objeto do *Consenso de Washington* abrangeu 10 áreas: 1. Disciplina fiscal; 2. Priorização dos gastos públicos; 3. Reforma Tributária; 4. Liberalização financeira; 5. Regime cambial; 6. Liberalização Comercial; 7. Investimento direto estrangeiro; 8. Privatização; 9. Desregulação; e 10. Propriedade Intelectual (Batista Jr., 2009, p. 134).

<sup>10</sup> Caracterizam-se geralmente por serem instituições privadas de pesquisa, com grande participação e influência no debate público e na formulação de políticas de diversos governos e mesmo das instituições multilaterais. Assim, no caso do Brasil, segundo Eduardo Munhoz Svartman (2021, p. 1002) “[...] entre os que se aproximam mais do campo econômico, tem-se o Brazil Institute do Wilson Center for International Scholars, o The Inter-American Dialogue, o Atlantic Council, o Center for Strategic International Studies (CSIS) e, por fim, o American Enterprise Institute (AEI). Mais próximos do campo político, particularmente do Executivo, têm-se o Council on Foreign Affairs (CFR), o Center for American Progress (CAP), o Center for Naval Analysis (CNA) e o Institute for National Strategic Studies (INSS) da National Defense University”.

nacional de industrialização, admitindo que o Brasil fizesse uma inflexão no seu processo de desenvolvimento, passando a priorizar o setor agroexportador, como fora até a década de 1950 (Zockum, 1990).

O governo Collor, ao assumir em março de 1990, partiu do diagnóstico sobre a inflação que assolava o país e, para combatê-la, fez uso tanto de medidas de viés heterodoxo quanto outras de cunho ortodoxo. O Plano Collor, como ficou conhecido, fundamentou-se sobre quatro pilares: reforma monetária, ajuste fiscal, política de renda e alteração no comércio exterior. Por outro lado, aderiu aos pressupostos neoliberais preconizados no encontro de Washington, ao se comprometer com a realização de uma reforma capaz de reduzir o tamanho do Estado, enquanto prestador de serviços públicos, bem como a realizar a redução da sua presença na economia. Seguindo a mesma estratégia delineada na capital dos EUA, propôs uma nova política industrial e a abertura da economia, derogando a política substituidora de importações.

O predomínio das ideias ortodoxas, então em franca disseminação e sendo assimiladas tanto no setor privado quanto na própria esfera pública, contribuiu para que o diagnóstico implícito no Plano Collor apontasse que a inflação brasileira tinha “[...] suas raízes plantadas na fragilidade financeira do setor público, na excessiva liquidez por ele provocada e no crescente desequilíbrio entre a riqueza financeira e a riqueza real” (Oliveira, 2012, p. 71).

Nesse sentido, o ajuste fiscal levado a cabo, se mostrou coerente com o diagnóstico, ao se propor interromper o financiamento inflacionário do governo e, concomitantemente, influenciar a formação das expectativas dos agentes econômicos. Em adição, a reforma monetária, visando alterar o padrão monetário da economia e ao mesmo tempo promover uma redução da liquidez, com a retenção de 67% dos ativos financeiros do setor privado. Desse modo, criaria as condições concretas para a desvalorização da riqueza financeira, percebida como criação do Estado, em função do seu desequilíbrio fiscal atribuído à expansão de seus gastos, principalmente aqueles relacionados com as despesas correntes<sup>11</sup>.

Ao admitir uma política de rendas, baseada no congelamento de preços por período determinado, aliado à adoção de um pré-fixador para salários e preços, buscou apagar a memória inflacionária e também servir como instrumento de coordenação dos reajustes de preços, facilitando a saída do congelamento (Oliveira, 2012).

---

<sup>11</sup> Despesas correntes são aquelas destinadas a garantir o funcionamento da máquina pública e a oferta de serviços públicos. São compostas predominantemente por gastos com o pagamento de pessoal ativo e aposentados, além das demais despesas, como material de consumo e manutenção. Outro item componente das despesas correntes são os Encargos da Dívida Interna e Externa (representados pelos juros pagos sobre a dívida contraída sob a forma contratual e, principalmente, no caso do Brasil, a decorrente da emissão de títulos públicos).

Se a política de rendas pode ser entendida como um passo em direção à heterodoxia, a reforma do setor externo não permitiu qualquer dúvida quanto à opção pela ortodoxia, por estar ancorada na instituição do regime de câmbio flutuante e na liberalização das importações com redução tarifária. Tal medida era apresentada pelos *policy makers* como a face modernizadora do projeto, por contribuir para o combate à inflação, à medida que expunha a produção nacional à concorrência externa, e também desobrigava as autoridades econômicas de administrar a taxa de câmbio.

Os resultados que se seguiram à implementação do Plano não deixaram muitas dúvidas quanto ao tipo de ajuste concebido à época. Segundo Oliveira (2012, p. 72):

Em abril, a produção industrial caiu 25,8%, comparada com o mesmo mês do ano anterior. As vendas no comércio despencaram em março também em relação ao mesmo mês do ano anterior, queda, entretanto, que foi suavizada em abril em virtude da estratégia agressiva de ampliar suas vendas, do aumento nominal dos salários decretado pelo Plano e ainda da recuperação do sistema de crediário nas vendas a prazo a baixa taxas de juros.

O grau de recessão implícita no Plano fez com que diferentes setores da sociedade exercessem forte pressão sobre o governo, desde os primeiros dias de sua vigência, aliado aos mecanismos criados pelos condutores da política econômica que facilitavam o retorno da liquidez como era o caso da permissão para utilizar a moeda velha (cruzados novos - Ncz\$), até 18 de maio, com o pagamento de impostos. Tal medida estimulou os devedores de tributos, que não tinham recursos retidos, a negociarem com os detentores de cruzados novos retidos em troca de cruzeiros (Cr\$), garantindo benefícios privados para ambas as partes em detrimento da estabilidade monetária pretendida.

Esse processo ocorreu sem que as autoridades da área econômica fossem capazes de perceber o impacto no aumento da liquidez, por estar ainda desaparelhado o governo para identificar e fiscalizar essa movimentação, por meio da qual parcela expressiva da liquidez retornava à economia pelo mecanismo fictício de criação de dívidas entre agentes econômicos. No intuito de corrigir os eventuais problemas por ele causado, o Plano deixou abertas várias possibilidades que permitiam aos agentes econômicos se defenderem, porém também especularem, solapando seus próprios fundamentos.

A rápida expansão da oferta de moeda, no conceito<sup>12</sup> M4, fez com que os *policy makers* imputassem a ela o aumento da inflação. Ao identificarem o retorno da liquidez pelos mecanismos por eles mesmos criados e percebendo certo esvaziamento da própria reforma

---

<sup>12</sup> Sistema Emissor = consolidado bancário mais governo federal: entidades pertencentes ao M3 mais o governo federal (M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez)



monetária, as autoridades da área econômica abandonaram a política de rendas e iniciaram o descongelamento de preços. Optaram pela política monetária restritiva como alternativa principal do processo de estabilização, tendo a recessão<sup>13</sup> como arma anti-inflacionária. Isso se deveu ao temor de que a prefixação pudesse se constituir em fator capaz de propagar e manter a inflação pela transmissão aos preços e salários, bem como à possibilidade de elevação das pressões de demanda e de custos.

A opção pela política monetária restritiva iniciada no Plano Collor, em 1990, não seria substituída; mantiveram-se taxas de juros elevadas, baixo crescimento do produto e reduzido investimento, porém com taxas de inflação elevadas durante todo o período 1990-1994, o que revela a ineficácia do Plano, conforme pode ser observado na Tabela 1.

**Tabela 1 – Brasil:** evolução de variáveis econômicas selecionadas 1990-1994

Ano	Variação real do PIB%	Investimento/ PIB (%)	Desemprego aberto - Reg. Metropolitanas (%)	Inflação (IPCA)	NFSP/PIB - Operacional * (%)	DLSP/PIB (%)
1990	- 4,3	20,66	-	1.620,97	-1,32	41,0
1991	1,0	18,11	4,8	472,70	0,19	36,8
1992	- 0,5	18,42	5,9	1.119,10	1,74	37,1
1993	4,9	19,28	5,3	2.477,15	0,80	33,2
1994	5,9	20,75	5,1	916,46	-1,57	30,0

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados IBGE ([2023a], [2023b], 2011-2015) e BCB (2020).

**Nota:** \* déficit (+); superávit (-).

A dívida líquida do setor público, que havia sido reduzida com a retenção dos ativos em 1990, retomou sua trajetória ascendente em 1992, reduzindo-se depois em 1993 e 1994, impulsionada pela expansão da Dívida Mobiliária Federal, utilizada nas operações de mercado aberto, destinadas ao enxugamento de liquidez, com o retorno dos influxos financeiros oriundos do aumento da liquidez em nível internacional. Observa-se que, no período, apenas em 1990 e 1994 foram registrados superávits operacionais; nos outros anos o superávit primário foi insuficiente para fazer face às despesas com juros reais. No primeiro ano, além da retenção dos ativos, verificou-se também a subindexação, enquanto no ano do lançamento do Plano Real, houve crescimento expressivo do produto e, conseqüentemente, aumento da arrecadação, facilitando a obtenção do superávit operacional de 1,5% do PIB.

<sup>13</sup> A recessão que fora utilizada como mecanismo do ajuste exportador na crise da dívida externa, nos anos 1980, passou a ser utilizada como instrumento de contenção da inflação, a partir dos anos 1990. Esse processo viria a ser aprofundado no Plano Real, na sua primeira fase com a âncora cambial e, principalmente, a partir de 1999, com o Regime de Metas de Inflação, quando a política fiscal se tornou claramente subordinada à política monetária.

O ano de 1992, marcado pela crise política que levou ao afastamento do chefe do Executivo, também teve reflexos na economia, com uma retração de 0,5% do produto, impactando as necessidades de financiamento do setor público, com a elevação do déficit operacional em 1,55%, quando comparado com o ano anterior. O desemprego nas regiões metropolitanas se elevou em mais de 1% em comparação a 1991, refletindo a queda do nível de investimento superior a 2% no primeiro e no segundo ano da década.

Apesar da instabilidade no plano interno, iniciou-se naquele ano o aumento do influxo de capitais para o Brasil, mesmo antes da renegociação da dívida externa nos marcos do *Plano Brady*, fazendo com que as reservas internacionais do país crescessem mais de 100% em relação a 1991, como pode ser observado na Tabela 2.

Esse retorno *voluntário* dos fluxos de capital ocorreu nos marcos da globalização, que, segundo Carneiro (2002, p. 227, grifo nosso), “[...] é a resultante da interação de dois movimentos básicos: no plano doméstico, da progressiva *liberalização financeira*, e, no plano internacional, da crescente *mobilidade de capitais*”. Carneiro (2002, p. 227-228) ressalta também que a globalização produtiva realiza-se de forma subordinada, visto que “[...] a onda de inovações que tem transformado os processos produtivos e a organização dos mercados e promovido um crescimento sem paralelo do investimento direto estrangeiro tem seus limites ditados pela dominância financeira”.

**Tabela 2 – Brasil:** algumas contas do balanço de pagamentos 1990-1994 (em US\$ milhões)

Ano	Exportações	Importações	Saldo		Conta capital + financeira	Reservas (liquidez Internacional)
			Comercial	Transações Correntes		
1990	31.414	20.661	10.752	-3.783,7	4.592	9.973
1991	31.620	21.041	10.580	-1.407,5	163	9.406
1992	35.793	20.554	15.239	6.108,8	9.947	23.754
1993	38.455	25.256	13.299	-675,9	10.495	32.211
1994	43.545	33.079	10.466	-1.811,2	8.692	38.806

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2011-2015) e BCB (2020)

Esse resultado do balanço de pagamentos se deveu tanto à melhora do saldo da balança comercial como também ao excepcional crescimento positivo das contas financeira e de capital, refletindo não apenas o aumento da liquidez no exterior, mas ainda a viabilidade de ganhos expressivos com as aplicações de portfólio, possibilitados pelas elevadas taxas de juros, que passaram a vigorar a partir de 1991, com a mudança de comando no Ministério da Economia (ME) e ao retorno definitivo à política ortodoxa de viés monetarista.

O retorno da liquidez, aliado às medidas de abertura comercial, e o início do processo de desmonte da política de substituição de importações seriam cruciais para o *novo ciclo* de absorção de poupança externa<sup>14</sup>, tendo como contrapartida o endividamento interno<sup>15</sup>. Porém, no novo contexto de desintermediação bancária, expandiu-se o investimento em carteira e conseqüentemente a arbitragem com a taxa de juros e câmbio, que seria a marca do investimento externo na década 1990.

Belluzzo; Almeida (2002) chamam a atenção para a inserção financeira do Brasil nos anos 1990, principalmente, com a implementação do Plano Real.

É preciso ter presente a natureza do “novo” financiamento externo que amparou o Plano Real. Os países da periferia, o Brasil inclusive, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. A regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Nesse rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica, valorização cambial e taxas de juros altas (Belluzzo; Almeida, 2002, p. 266-267).

### 2.3 Construção do Plano de Estabilização e a Âncora Cambial

O Plano de Estabilização implementado, a partir de 01 de julho de 1994, teve sua construção iniciada em maio de 1993, com a indicação de FHC para o Ministério da Fazenda, numa conjuntura de avanço da escalada inflacionária, tendo o IPCA atingido 2.477,15% naquele ano. O diagnóstico da complexidade da crise indicava claramente que a política econômica ortodoxa preconizada pelo *Consenso de Washington*, teria sua continuidade e aprofundamento, visto que a desestruturação financeira do setor público era apontada como a sua principal componente.

A reconstituição financeira do setor público, concebida a partir da perspectiva da ortodoxia, mesmo de caráter provisório naquela fase, estava condicionada à implementação de várias medidas contidas no Plano de Ação Imediata (PAI), com o objetivo de formular e

<sup>14</sup> A absorção de poupança externa iniciada nos anos 1990, representada em grande parte por aplicações de portfólio, de capital volátil, não se traduziu em aumento do investimento produtivo, mas se caracterizou pelo rentismo, tanto por parte de investidores, pessoas físicas, como dos bancos, fundos de investimento e investidores institucionais.

<sup>15</sup> O endividamento interno se verificou pelo crescimento das operações de esterilização de liquidez com a colocação de títulos públicos em mercado por parte da autoridade monetária, no entanto, pelo critério de apuração da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que deduz da dívida bruta os haveres financeiros, compostos preponderantemente pelas reservas internacionais, verificou-se a redução da dívida externa líquida. Posteriormente, com o país tendo se tornado credor externo líquido, o acúmulo de divisas contribuiu para a redução do total da DLSP, visto que as divisas são convertidas em reais (R\$) na data da apuração.

implementar um plano de estabilização econômica para o país. A divulgação e o início da implementação do PAI, em 14 de junho de 1993, desencadeou a montagem das peças constitutivas do Plano Real (Oliveira, 2012).

Para o êxito do plano de estabilização a ser lançado, os *policy makers* alinhados com a concepção do *Consenso de Washington*, consideravam indispensável a construção de uma âncora fiscal. Para a realização do ajuste fiscal, a equipe econômica tinha como objetivo promover uma ampla reestruturação do setor público e de suas relações com a iniciativa privada. Além disso, contava com a revisão constitucional, cujo início estava previsto para outubro de 1993, conforme o art. 3º. do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ACDT) (Brasil, 2016). Nesse sentido, as *reformas* do Estado, previdenciária, administrativa e tributária, visando complementar o ajuste para a consolidação da âncora fiscal, eram apontadas naquela conjuntura pelos setores mais ortodoxos, como condição *sine qua non* para o sucesso do Plano de Estabilização em processo de construção.

O PAI não foi bem sucedido em seus objetivos de reorganização e saneamento do setor público e também não ocorreu a tão desejada mutilação da Carta de 1988, pois a revisão constitucional prevista não aconteceu. A frustração das pretensões dos *policy makers* forçou a realização de um ajuste fiscal provisório<sup>16</sup>, para o lançamento do Plano de Estabilização. Tal ajuste deveria funcionar como uma espécie de ponte, até que as reformas estruturais, muitas delas exigindo alterações na CF/1988, fossem aprovadas.

Segundo Oliveira (2012, p. 131-132), entre as medidas efetivas contidas no PAI, visando à reorganização e ao saneamento do setor público, destacavam-se:

- a) a recuperação da receita tributária, com a aprovação de um imposto que incidiria sobre as transações financeiras, o Imposto Provisório Sobre Movimentação Financeira (IPMF), chamado de “imposto do cheque”, cuja criação foi contemplada na Emenda Constitucional nº 3, de 18/08/1993, para vigorar até 31 de dezembro de 1994, com uma alíquota máxima de 0,25%; e com a formulação de uma política rigorosa de combate à sonegação; b) a proposta de cortes nos gastos do Orçamento da União, estimados em US\$ 6 bilhões; c) o disciplinamento das finanças estaduais, com o estabelecimento *inter alia* de mecanismos de controle sobre a ação dos bancos estaduais, principalmente no que diz respeito ao financiamento de seus controladores (os governos estaduais), prevendo-se punição para administradores e controladores em caso de descumprimento das novas regras; d) a contenção e racionalização dos

<sup>16</sup> Na época da elaboração do Plano Real, era possível distinguir duas posições dominantes: "a) A daqueles que consideravam que o ajuste de 1990/1993 era precário, mas que entendiam ser possível estabelecer uma “ponte para a estabilidade”, com esforço fiscal do tipo *once for all* que permitisse a um plano estabilizador ter um “lastro fiscal” até a aprovação das medidas ditas “estruturais” de ajuste definitivo, envolvendo reformas constitucionais. b) A daqueles que não só consideravam que a melhora fiscal de 1990/1993 fora praticamente irrelevante, como também não viam com bons olhos a existência de um ajuste apenas temporário.” (Giambiagi; Além, 2016, p. 136). O primeiro grupo era composto preponderantemente pelos economistas envolvidos nas medidas preparatórias ao Plano, ou seja, o pensamento oficial que serviu de base para o lançamento do Fundo Social de Emergência (FSE), enquanto o grupo dos céticos era representado pelo próprio FMI, que desejava um ajuste fiscal profundo, com medidas ainda mais austeras do que as levadas a cabo até então.

bancos federais, com a privatização de algumas instituições do governo federal e o enxugamento das superposições existentes entre o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal; e) a aceleração do processo de privatização, com nova modelagem que tornasse mais atrativa para o setor privado a aquisição de empresas estatais; e f) o fortalecimento da Secretaria Especial de Controle das Empresas Estatais (SEST), visando intensificar o controle dos gastos de custeio deste universo de empresas e aumentar sua contribuição para o ajuste fiscal.

Era esse conjunto de medidas que tinha a pretensão de construir uma âncora fiscal confiável para a viabilização de um programa de estabilização. No entanto, tais objetivos foram frustrados, tanto pela constatação de que os ganhos com o PAI foram insuficientes como pelo adiamento por seis meses da revisão constitucional. Essa revisão acabou sendo postergada para abril do ano seguinte, por falta de consenso mínimo sobre uma proposta básica de reformas do Estado, consideradas conflituosas e politicamente delicadas, dadas as dificuldades constatadas para modificar as estruturas administrativa, previdenciária e tributária, com a finalidade de suprimir conquistas contidas na Carta Magna.

Na impossibilidade de contar com os resultados das reformas constitucionais capazes de viabilizar um ajuste de *caráter estrutural*, que propiciassem a âncora fiscal tida como imprescindível para o sucesso do programa de estabilização e frente a uma conjuntura de elevação acelerada do nível geral de preços, a equipe econômica, chefiada na ocasião por FHC, optou por um ajuste fiscal provisório, precário, na expectativa de que as mudanças constitucionais adiadas para o ano seguinte, propiciassem os resultados necessários à construção do principal pilar da estabilização.

O ajuste fiscal de caráter provisório foi estruturado em torno dos ganhos parciais obtidos com o PAI e o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), aos quais foi adicionado o FSE<sup>17</sup>, que se constituiu em instrumento de extrema importância, para permitir ao governo federal maior grau de liberdade na execução orçamentária, à medida que os recursos desvinculados<sup>18</sup> poderiam ser utilizados para fazer face às despesas financeiras, cujo crescimento se mostrou contínuo após a implementação do Plano Real, principalmente na sua segunda fase, a partir de 1999, com a instituição do RMI.

---

<sup>17</sup> Criado com a aprovação da Emenda Constitucional de Revisão (ECR) nº 1, de 1 de março de 1994, com vigência entre 1994 e 1995, autorizava a União a desvincular 20% do produto dos impostos e contribuições de sua competência (Brasil, 1994, IV), antes de partilhar com governos e setores, para os quais por força da CF/1988 e da legislação infraconstitucional, é garantida a destinação de uma parcela.

<sup>18</sup> Segundo Cardoso (2001) o FSE foi financiado pelo redirecionamento das verbas federais – ou seja, estados e municípios passariam a contar com novos limites de crédito e a recuperação de contribuições obrigatórias da Previdência Social –, permitindo ao governo cortar alguns de seus vínculos entre receitas e despesas. Vinte por cento das verbas que haviam sido destinadas para outras finalidades foram liberadas.

Esse ajuste foi estruturado com: a) os ganhos parciais obtidos com o PAI; b) a arrecadação propiciada pelo IPMF<sup>19</sup>; c) a elevação das alíquotas do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) de 10% para 15% e de 25% para 26,5% e a criação de uma alíquota adicional de 35% com vigência nos exercícios de 1994/95; d) a criação do FSE (Brasil, 1994, IV) com vigência prevista para o biênio 1994/95 (Oliveira, 2012).

Embora de caráter precário, essas medidas proporcionaram melhorias importantes para as contas públicas em 1994, sob a ótica da ortodoxia. Para isso, também contribuiu o crescimento do produto em torno de 5,9% e o aumento da carga tributária que passou de 25,7% para 29,7% do PIB. Esses resultados propiciaram ganhos nos diferentes níveis de governo, tendo o setor público consolidado registrado um expressivo superávit primário de 5,21% do PIB, enquanto o resultado operacional foi superavitário em 1,57% do PIB e uma redução de 18% do déficit nominal, ainda impactado pela elevada inflação. O maior crescimento e a elevação do nível de arrecadação contribuíram para a redução da DLSP/PIB, que passou de 33,2% em dezembro de 1993 para 30% em igual período de 1994 (Oliveira, 2012).

Mesmo sem um ajuste fiscal considerado consistente para a construção de uma efetiva âncora cambial, como propunham os economistas mais céticos<sup>20</sup>, alinhados com a perspectiva defendida pelo FMI, o governo da época deu início a segunda etapa do Plano, com a criação da Unidade Real de Valor<sup>21</sup> (URV). A *nova* moeda, de caráter transitório, tinha a finalidade de servir exclusivamente como padrão monetário, visando restaurar a função de unidade de conta da moeda e também servir de referência para preços e salários.

A moeda transitória se destinava a assegurar para os agentes econômicos uma fase de transição para a estabilidade de preços, convivendo com a moeda corrente *antiga* (cruzeiro real)<sup>22</sup>, que, àquela altura, funcionava apenas como meio de troca, até que se completasse o

<sup>19</sup> Criado inicialmente para vigorar até 31 de dezembro de 1994, com alíquota de 0,25%, seria posteriormente resgatada, em 1996, sob a denominação de Contribuição Provisória Sobre Movimentação financeira (CPMF).

<sup>20</sup> Sobre a efetividade do ajuste fiscal para o combate à inflação ver Werlang (1994), Franco (1995), Giambiagi e Além (2016).

<sup>21</sup> “A segunda fase do plano iniciou-se em 1º de março, com a criação da Unidade de Referência do Valor (URV) – de acordo com a Exposição de Motivos de nº 047, de 27 de fevereiro de 1994 -, e terminou quando da criação do Real (1º de julho). A URV numa primeira consideração, poderia ser vista, apenas, como mais um índice de inflação, na verdade um superindexador, cuja variação em cruzeiros reais era definida a partir de uma ‘banda’ formada por três outros índices: o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o IPCA do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE)/Universidade de São Paulo (USP). Inclusive, a expectativa inicial do Governo era de que ela viesse, paulatinamente, a substituir todos os outros indexadores existentes.” (Filgueiras, 2012, p. 104).

<sup>22</sup> A moeda nacional havia mudado de nome em 1º de agosto de 1993, quando passou a ser denominada de *cruzeiro real*, perdendo três zeros, com o objetivo de facilitar a contabilidade pública e privada e também as transações comerciais e financeiras, além de reduzir seu próprio custo de emissão.

processo de conversão de preços e salários, quando seria realizada a reforma monetária com a introdução da *nova* moeda, capaz de desempenhar plenamente suas funções: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.

O período de convívio de duas moedas, uma contaminada pelo processo inflacionário e outra protegida, tinha por objetivo permitir que os agentes econômicos promovessem o realinhamento de seus preços, fazendo a correção das defasagens existentes, de maneira a evitar desequilíbrios que pudessem comprometer a nova moeda (o Real), quando de seu lançamento. Ao mesmo tempo, o fim da moeda transitória, a URV, permitiria àqueles agentes condições de reaprendizado do cálculo dos custos efetivos na composição dos preços das mercadorias, que havia se tornado extremamente difícil, no contexto de taxas de inflação elevadas e em aceleração, aliado a taxas nominais de juros crescentes.

#### **2.4 Lançamento da nova moeda e seus impactos**

A terceira fase do Plano ocorreu com a introdução da nova moeda, a partir de 1º de julho de 1994, constituindo-se na transformação da URV em Real, então pelo valor de CR\$ 2.750,00, cuja conversão foi feita na proporção de 1 URV = R\$ 1,00. Nessa etapa, foi também explicitada a *âncora cambial* que estava implícita na etapa anterior. Inicialmente o Banco Central fixou a taxa de câmbio em US\$ 1 = R\$ 1, se apoiando nas reservas em dólar que vinham se acumulando desde o ano anterior, porém, não instituindo a conversão do Real em dólar, mas estabelecendo metas monetárias. Conforme afirma Filgueiras (2012, p. 108):

Do ponto de vista da política monetária, a expectativa era de que o montante de real a ser emitido teria por base metas trimestrais que, segundo seus proponentes, dariam confiabilidade ao novo padrão monetário (R\$ 9,5 bilhões até março de 1995, com possibilidade de um adicional de 20%). Esse montante deveria ter correspondência com o volume de dólares depositados no Banco Central, reafirmando-se, mais uma vez, que não seriam feitas emissões com o objetivo de cobrir os rombos orçamentários do Governo.

Para os formuladores do Plano, o estabelecimento de metas monetárias consistia na construção de novo regime monetário. Porém, com a rápida monetização da economia, aqueles limites não puderam ser respeitados, a exemplo do que ocorrera no Plano Cruzado, quando a inflação declinou repentinamente. Ressalta-se que, no Plano Real, diferente do anterior, que reduziu significativamente a taxa de juros, esse processo ocorreu a despeito de o BCB ter praticado uma política monetária restritiva com elevadas taxas de juros.

As regras de emissão no Brasil não seguiram a forma de implementação de um sistema de convertibilidade com câmbio fixo como se sucedeu na Argentina, até o abandono forçado

em 1991. Também não foram realizadas mudanças institucionais que ampliassem a autonomia da Autoridade Monetária (AM), o que somente viria a ocorrer parcialmente a partir de 1999, com o Banco Central passando a ter de fato maior grau de liberdade na condução da política monetária, sem que tal processo fosse formalizado, quando da adoção do RMI. Conforme Batista Jr. (1996), a mudança nas regras de emissão limitar-se-ia à fixação de tetos para a base monetária, que tiveram importância apenas transitória, sendo revistos e depois abandonados em questão de poucos meses.

Embora o Plano na sua fase inicial não contasse com o ajuste capaz de garantir a então exigida *âncora fiscal*, abandonada ainda no início, a inviável regra de emissão monetária, se mostrou capaz de conciliar num primeiro momento o combate à inflação, com crescimento econômico e aumento do emprego, sustentado principalmente pelos seguintes fatores: “[...] abertura da economia às importações, com queda das alíquotas do Imposto de Importação; quebra das barreiras para a entrada de capitais estrangeiros no mercado financeiro, atraindo-os com elevadas taxas de juros; e câmbio nominal e real em queda.” (Filgueiras, 2012, p. 109).

É necessário observar que o fato de o Banco Central não intervir no mercado cambial naquele período, levou a uma apreciação<sup>23</sup> da nova moeda e conseqüentemente a uma deflação de preços dos bens e serviços associados ao dólar, fator decisivo no processo de estabilização. Porém, a continuidade desse quadro seria determinante na perda de competitividade da produção nacional, tanto internamente quanto no mercado externo, com efeitos deletérios sobre o emprego e a renda da população economicamente ativa a partir dos anos 1990.

Para Filgueiras (2012, p. 109):

Toda essa estratégia só foi possível porque apoiou-se numa política de juros altos, com entrada no país de um grande fluxo de capitais de curto prazo, e num elevado nível de reservas cambiais, que correspondiam a 18 meses de importações – quando consideradas as médias mensais dos 12 meses anteriores a julho de 1994 – e que atingiam em junho de 1994, US\$ 40,5 bilhões pelo conceito caixa, sendo que 70% desse montante foram acumulados durante a gestão de Cardoso no Ministério da Fazenda.

O acúmulo de reservas internacionais, que fora obtido principalmente a partir de 1992, e que era esgrimido pelos *policy makers* como garantia de solidez das contas externas, não se deveu ao resultado de seguidos superávits no balanço de pagamentos em transações correntes (Tabela 2). Ao contrário, a expansão das reservas de US\$ 9,4 bilhões em dezembro de 1991,

---

<sup>23</sup> “Ao contrário do que ocorrera na Argentina, onde a fixação do câmbio foi antecedida por um período de forte valorização cambial, no Brasil a taxa de câmbio real permaneceu relativamente estável, desde a minidesvalorização de fins de 1991 até junho de 1994. Daí se concluía que o Brasil poderia absorver apreciação cambial significativa em termos reais sem causar danos à posição externa da economia.” (Batista Jr., 1996, p. 135).



para US\$ 38,8 bilhões em dezembro de 1994, se deveu preponderantemente aos investimentos em carteira<sup>24</sup>. Isso ocorreu, a despeito do déficit em transações correntes superior à US\$ 1,8 bilhão, com o Plano Real em plena vigência a partir de julho, impulsionando a ampliação das importações desde o início de sua implantação.

A aparente robustez das contas externas revelava uma contradição imanente àquela geração de planos de estabilização, como pode ser visto em Batista Jr. (1996, p. 137), ao asseverar que:

[...] a maior parte dos investimentos estrangeiros recebidos pelo Brasil eram aplicações de carteira, que podem, como se sabe, sair do país de forma instantânea. Em 1992-94, 80% do influxo líquido de recursos sob a forma de investimentos estrangeiros corresponderam a aplicações de portfólio.

Os recursos captados no exterior sob a forma de bônus, notas e certificados, com prazos variando entre quatro e seis anos, pagavam em média, taxas de juros anuais de 5% a 7% acima da remuneração dos papéis do Tesouro americano, com prazo similar, portanto muito superior ao que era obtido pela aplicação das reservas internacionais do País (Batista Jr., 1996).

Segundo Batista Jr. (1996, p. 137):

A acumulação de reservas financiada por empréstimos relativamente caros resultava, portanto, em ônus expressivo para a conta de serviços do balanço de pagamentos em períodos subsequentes. Ainda mais pesado era o impacto sobre as finanças públicas, uma vez que a remuneração das reservas correspondia a fração ainda menor do custo da dívida mobiliária federal colocada para esterilizar o impacto monetário das operações cambiais.

A acumulação de reservas, iniciada nos anos 1990, continuou crescendo a partir do processo de estabilização monetária, elevando o gasto com o pagamento de juros reais desde a primeira fase do Plano Real (Tabela 3), principalmente após a crise do México no final de 1994. Posteriormente, com a crise asiática em 1997, e em 1998 com a crise russa, tem início a crise do balanço de pagamentos do Brasil no segundo semestre desse mesmo ano.

---

<sup>24</sup> De acordo com Batista Jr. (1996, p. 136-137), “Do aumento de US\$ 32 bilhões de reserva, entre dezembro de 1991 e junho de 1994, pouco mais de 20% haviam resultado de superávits no balanço de pagamento em conta corrente. Em outras palavras tratava-se no fundamental de *reservas emprestadas e* – o que era pior – formadas sobretudo por ingressos líquidos de investimentos de carteira (aplicações em bolsas de valores, debentures e outros ativos financeiros) e de empréstimos de curto e médio prazos (linhas comerciais, notas, bônus etc.)”. Incluíam-se também, entre esses ativos, com grande poder de atração para as aplicações de portfólio, os títulos da dívida pública (preponderantemente Dívida Mobiliária Federal), pagando elevadas taxas de juro, com prazos reduzidos e risco de *default* tendente a zero.

**Tabela 3 – Brasil: reservas internacionais e crescimento das necessidades de financiamento do setor público (% PIB) 1994-1998**

ANO	1994	1995	1996	1997	1998
Reservas internacionais (US\$ milhões)	38.806	51.840	60.110	52.173	44.556
Total de juros reais	3,90	5,20	3,66	3,37	7,73
Governo federal e BCB	1,50	2,20	2,00	1,50	5,97
Governos estaduais e municipais	1,50	2,20	1,27	1,53	1,61
Empresas estatais	0,90	0,80	0,39	0,35	0,15
Total primário	-5,30	-0,40	0,09	0,96	-0,01
Governo federal e BCB	-3,20	-0,60	-0,37	0,27	-0,57
Governos estaduais e municipais	-0,90	0,20	0,54	0,74	0,20
Empresas estatais	-1,20	0,10	-0,08	-0,06	0,35
Total operacional	-1,40	4,90	3,75	4,33	7,71
Governo federal e BCB	0,60	1,70	1,62	1,77	5,40
Governos estaduais e municipais	0,60	2,40	1,81	2,27	1,82
Empresas estatais	-0,30	0,90	0,32	0,29	0,50

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

**Nota:** \* déficit (+); superávit (-).

Verificou-se que mesmo com o decréscimo do volume de reservas ocorrido em 1997, a despesa com juros reais apresenta uma pequena redução, quando comparada à do ano imediatamente anterior, evidenciando que o custo de atração de divisas se elevou, sobretudo a partir do segundo semestre daquele ano. No ano seguinte, com o Brasil vivenciando a sua própria crise, a despesa com juros reais atingiu 7,73 % do PIB. A elevação dos gastos com juros se deveu principalmente à necessidade de manutenção do volume de divisas, após a moratória russa em agosto de 1998. De junho a outubro e em novembro, as reservas apresentaram uma redução de 40,21% e 41,90% respectivamente. A iminência da crise cambial levou o país a negociar empréstimo equivalente a US\$ 41,5 bilhões com o FMI (Brasil, 1988).

**Tabela 4 – Reservas externas brasileiras (conceito): liquidez internacional 1996-1998**

Mês/Ano	1996	1997	1998
Janeiro	53,540	58,951	53,103
Fevereiro	55,794	59,405	58,782
Março	55,753	58,980	68,594
Abril	56,769	56,171	74,656
Mai	59,394	59,279	72,826
Junho	59,997	57,615	70,898
Julho	59,521	60,331	70,210
Agosto	59,643	63,056	67,333
Setembro	58,775	61,931	45,811
Outubro	58,600	53,690	42,385
Novembro	60,471	52,035	41,189
Dezembro	60,110	52,173	44,556

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2011-2015) e BCB (2020).

A perda de divisas nas crises da Ásia e na crise russa (Tabela 4), se fez acompanhar da elevação da taxa básica de juros (taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic), como pode ser observado na Tabela 5.

**Tabela 5 – Brasil:** evolução da taxa de juros 1997-1998

Taxa Selic acumulada				
Mês/Ano	1997		1998	
	% Mês	% Ano	% Mês	% Ano
Janeiro	1,73	21,73	2,67	37,19
Fevereiro	1,67	26,14	2,13	34,32
Março	1,64	24,11	2,20	28,32
Abril	1,66	21,84	1,71	25,16
Maiο	1,58	21,91	1,63	22,60
Junho	1,61	21,08	1,60	21,02
Julho	1,60	19,04	1,70	20,33
Agosto	1,59	20,78	1,48	19,23
Setembro	1,59	19,81	2,49	34,29
Outubro	1,67	19,93	2,94	41,60
Novembro	3,04	45,90	2,63	38,73
Dezembro	2,97	39,87	2,40	31,24

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

Em 1997, as reservas atingiram US\$ 63,056 bilhões em agosto, recuando para US\$ 52,035 bilhões em novembro. No mesmo período, a taxa de juros acumulada no mês se elevou de 1,59% para 3,04%, enquanto a taxa anual passou de 20,78% para 45,90%. No ano seguinte, o acúmulo mensal da taxa de juros passou de 1,60% em junho para 2,94% e 2,63% em outubro e novembro. Em igual período, o acúmulo anual da taxa de juros passou de 21,02% para 41,60% e 38,73%, evidenciando forte correlação existente entre taxa de juros e a necessidade de atração permanente de divisas, que o modelo de estabilização monetária legou ao País, sendo evidentes os seus efeitos deletérios até os dias atuais.

O início do Plano Real, no segundo semestre de 1994, foi seguido de enorme euforia, pois, além da queda da inflação, observou-se uma elevação da renda e do consumo, com impactos positivos sobre o nível de atividade econômica e o emprego. Porém, aquele processo de estabilização monetária, dependente da acumulação de reservas, que fora saudado como o alvorecer de uma nova era, passou a conviver com os percalços, que algumas poucas vezes críticas, a exemplo de Belluzzo, Tavares, Batista Jr., e outros ousaram alertar como possíveis em um contexto de mundialização do capital, ou seja, o fantasma da redução de liquidez, que marcou a década de 1980 para os países em desenvolvimento estava de volta, se manifestando com a crise do México no final do segundo semestre de 1994.

O cenário de restrição externa, que o pensamento ortodoxo “julgava ter sido exorcizado” com os processos de desregulamentação da conta capital e abertura financeira, se fez presente nas sucessivas crises cambiais dos anos 1990 e na década de 2000. Conforme afirma Filgueiras (2012, p. 168): “A restrição externa direcionou o tempo todo a política de juros do Governo, que serviu para atrair capitais de curto prazo e, ao mesmo tempo, limitar o crescimento das atividades econômicas, como forma de reduzir as importações e, assim, diminuir o déficit da balança comercial”.

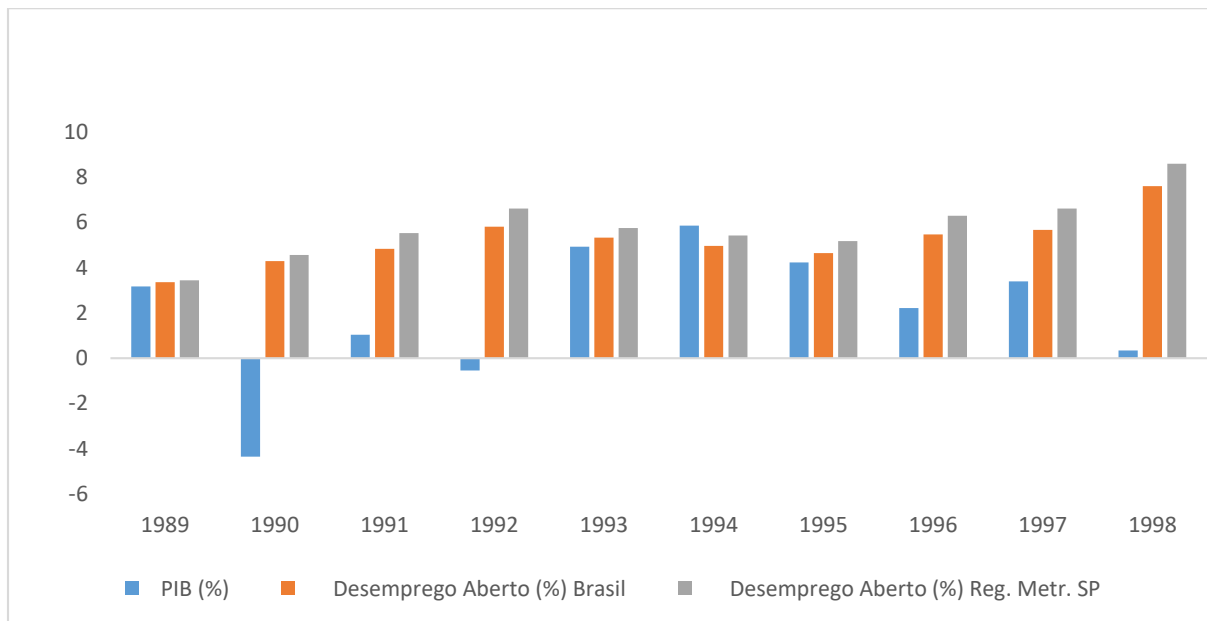
Essas medidas restritivas tiveram impactos negativos sobre o produto e o emprego. Após a recuperação iniciada ainda em 1993, quando o produto atingiu 4,92%, ampliou-se para 5,85% em 1994, já com a nova moeda vigorando a partir do segundo semestre. No mesmo ano, a taxa de desemprego no país recuou 0,36%, enquanto na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) a queda foi de 0,32%. No ano seguinte, apesar das medidas restritivas, adotadas após a crise do México e a primeira crise na Argentina, o produto iniciou sua trajetória de descenso que caracterizaria a segunda metade da década de 1990, alcançando crescimento real de 4,22%, enquanto as taxas de desemprego no Brasil e na RMSP corresponderam a 4,64% e 5,17% respectivamente (Tabela 6 e Gráfico 1).

**Tabela 6 – Brasil: Produto Interno Bruto e Desemprego 1994-1998**

Ano	PIB (%)	Desemprego Aberto (%)	
		Brasil	Reg. Metr. SP
1989	3,16	3,35	3,44
1990	-4,35	4,28	4,55
1991	1,03	4,83	5,52
1992	-0,54	5,80	6,60
1993	4,92	5,32	5,74
1994	5,85	4,96	5,42
1995	4,22	4,64	5,17
1996	2,21	5,46	6,29
1997	3,39	5,66	6,60
1998	0,34	7,59	8,58

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020) e IBGE (2023b).

**Gráfico 1 – Evolução real do PIB e da taxa de desemprego aberto (%) - médias anuais - 1989-1998**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020) e IBGE (2023b).

A partir de 1996, com as medidas de política macroeconômica adotadas no final de 1994 e principalmente no início de 1995, o aprofundamento do quadro de baixo crescimento e aumento do desemprego se pronunciou, tendo o produto atingido crescimento médio de 1,98% no triênio encerrado em 1998.<sup>25</sup> Ainda no período de 1996-1998, as taxas de desemprego aberto foram de 5,46%, 5,66% e 7,59% no Brasil, enquanto na RMSP os reflexos dessa política monetária se evidenciaram por meio do câmbio valorizado, aliado à abertura comercial acelerada, afetando mais diretamente a indústria de transformação, o que provocou a elevação do percentual de desempregados de 6,29%, 6,60% e 8,58%.

Faz-se necessário observar que, embora a taxa de desemprego tenha sofrido influência de outros fatores associados à reestruturação produtiva, tornada mais intensa desde o início dos anos 1990, a flutuação ocorrida a partir da metade da década, refletiu a variação no nível da atividade econômica, decorrente das medidas de estabilização, logicamente, com alguma defasagem temporal entre as medidas e seus efeitos.

Entre 1990 e 1998, a taxa de desemprego no Brasil se elevou em 3,31%, enquanto na RMSP o crescimento foi de 4,03%. Sobre essa tendência ao crescimento do percentual de

<sup>25</sup> Esse quadro de resultados desfavoráveis, apesar do aparente sucesso do Plano Real, foi detalhado por Gonçalves em 1997, sob o título *Desestabilização macroeconômica e incertezas críticas: o governo FH e suas bombas de efeito retardado* (Gonçalves, 1997).

desempregados, principalmente após a implementação do Plano de Estabilização, Filgueiras (2012, p. 170) afirma:

Essa realidade expressa, sem dúvida, uma nova situação estrutural do mercado de trabalho, marcada pelo movimento de abertura da economia e de reestruturação produtiva, que engloba avanços tecnológicos e, principalmente, a introdução de novas formas de gestão da produção e organização do processo de trabalho, com destaques para o processo de “terceirização” e os programas de “qualidade total”.

Analisando-se o período de dez anos compreendido entre 1989-1998, torna-se evidente a existência de três subperíodos distintos: no primeiro, entre 1989 e 1992, as taxas foram continuamente crescentes, passando de 3,35% para 5,80% no Brasil, de 3,44% para 6,60% na RMSP. Aqueles anos foram marcados pelo processo de reestruturação produtiva e abertura da economia, além de uma política de estabilização econômica extremamente recessiva (Plano Collor), que implicou queda no produto da ordem de 4,35% e 0,54% em 1990 e 1992, contribuindo para que o mercado de trabalho mergulhasse numa trajetória de descenso.

No subperíodo de 1992-1995, mesmo com a continuidade do processo de reestruturação produtiva, as taxas de desemprego diminuíram tanto em nível nacional, passando de 5,80% para 4,64%, quanto na RMSP onde evoluiu de 6,60% para 5,17%, repercutindo a retomada gradual do nível de atividade em 1993 e se acelerando em 1994, com a substituição do padrão monetário e a brusca queda dos índices de inflação. Também nesse lapso de tempo, o produto que apresentara crescimento negativo de 0,54% em 1992, alcançou crescimento de 4,22% em 1995, porém, já tendo iniciado a trajetória declinante que marcou a primeira fase do Plano Real.

Entre 1995-1998, o desemprego continuou apresentando taxas ascendentes, passando de 4,64% para 7,59% no agregado do país, enquanto na RMSP evoluiu de 5,17% para 8,58%, tornando evidente a queda no nível de atividade ou um crescimento pouco significativo, incapaz de ter reflexos no nível de emprego e renda. Ressalta-se que nesse quadriênio, além das medidas adotadas no primeiro ano, em função das crises mexicana e argentina, outras decisões de política macroeconômica de caráter restritivo foram implementadas a partir de outubro de 1997, na tentativa de estancar a fuga de capitais<sup>26</sup>, que ganhara impulso com a eclosão da crise da Ásia.

---

<sup>26</sup> Diante do rápido esgotamento das reservas e de sua insuficiência para acalmar os mercados, o governo promoveu, em seguida, no dia 30 de outubro, como uma repetição do mesmo filme, uma acentuada elevação das taxas de juros, aumentando expressivamente, o cupom cambial, “[...] a TBAN saltou, no mês de 1,78% para 3,23%; a meta da SELIC de 1,58% para 3,05%, a taxa efetiva da SELIC anualizada de 19,05% para 45,67%.” (Oliveira, 2012, p. 179).

Conforme observa Oliveira (2012, p. 178-179):

[...] o Brasil vinha conseguindo manter, até o mês de setembro, embora com algumas pequenas oscilações, reservas externas em torno de US\$ 60 bilhões, e estabilizadas, desde março, as taxas de juros, indicadores de que escapara ileso da primeira fase da crise. Em outubro, contudo, após a queda da bolsa de Hong Kong, o país perderia US\$ 8 bilhões de reservas, com essas se reduzindo de cerca de US\$ 62 bilhões para algo próximo a US\$ 54 bilhões. A intensidade da fuga de capitais deixou claro de que não se conseguiria, apenas com a “queima” de reservas, defender os limites da banda cambial e esfriar o nervosismo que tomou conta do mercado, em um contexto de crescente aversão ao risco por parte dos investidores.

No que concerne ao emprego, já se manifestava, de forma bastante clara, a tendência de longo prazo e, potencializada pela reestruturação produtiva, de elevação das taxas de desemprego, porém com índices bastante diferenciados entre os diferentes países, evidenciando que estes mesmos apresentavam características e vivenciavam determinadas conjunturas que são específicas. No caso do Brasil, adicionou-se a orientação de política econômica subalternizada, como destacam Mattoso; Baltar (1996, p. 1-2):

[...] a abertura comercial indiscriminada, a ausência de uma política capaz de orientar a reestruturação industrial, a desregulamentação dos mercados e da concorrência, a sobrevalorização cambial e os elevados juros, provocaram mudanças na estrutura produtiva nacional e um encolhimento na geração de oportunidades ocupacionais.

Os impactos das medidas ortodoxas, adotadas no Plano Real, produziram uma ampla refração sobre os diferentes setores da economia, com as contas externas e do setor público caminhando para um rápido processo de deterioração, principalmente a partir de março de 1995, quando os *policy makers*, agindo de forma coerente com o novo *mainstream*, se viram pressionados a elevar a taxa de juros para fazer face à fuga de capitais provocada pela crise do México. Desde então, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) cresceram, apresentando sucessivos déficits (Tabela 7), tanto no conceito operacional quanto no nominal. Tais fluxos fizeram com que a dívida pública apresentasse elevação contínua, a despeito da política de privatização intensificada desde a primeira fase do Plano.

**Tabela 7 – Necessidade de financiamento do setor público (%) do PIB**

	1994	1995	1996	1997	1998
Total nominal	45,50	7,20	5,89	6,14	8,02
Governo federal e Banco Central do Brasil	17,80	2,30	2,56	2,62	5,47
Governos estaduais e municipais	19,40	3,60	2,71	3,04	2,04
Empresas estatais	8,30	1,03	0,61	0,45	0,51
<b>Total operacional*</b>	<b>-1,40</b>	<b>4,90</b>	<b>3,75</b>	<b>4,33</b>	<b>7,71</b>
Governo federal e Banco Central do Brasil	0,60	1,70	1,62	1,77	5,40
Governos estaduais e municipais	0,60	2,40	1,81	2,27	1,82
Empresas estatais	-0,30	0,90	0,32	0,29	0,50
<b>Total primário*</b>	<b>-5,30</b>	<b>-0,40</b>	<b>0,09</b>	<b>0,96</b>	<b>-0,01</b>
Governo federal e Banco Central do Brasil	-3,20	-0,60	-0,37	0,27	-0,57
Governos estaduais e municipais	-0,90	0,20	0,54	0,74	0,20
Empresas estatais	-1,20	0,10	-0,08	-0,06	0,35
<b>Total de juros reais</b>	<b>3,90</b>	<b>5,20</b>	<b>3,66</b>	<b>3,37</b>	<b>7,73</b>
Governo federal e Banco Central do Brasil	1,50	2,20	2,00	1,50	5,97
Governos estaduais e municipais	1,50	2,20	1,27	1,53	1,61
Empresas estatais	0,90	0,80	0,39	0,35	0,15

**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados do BCB (2020).

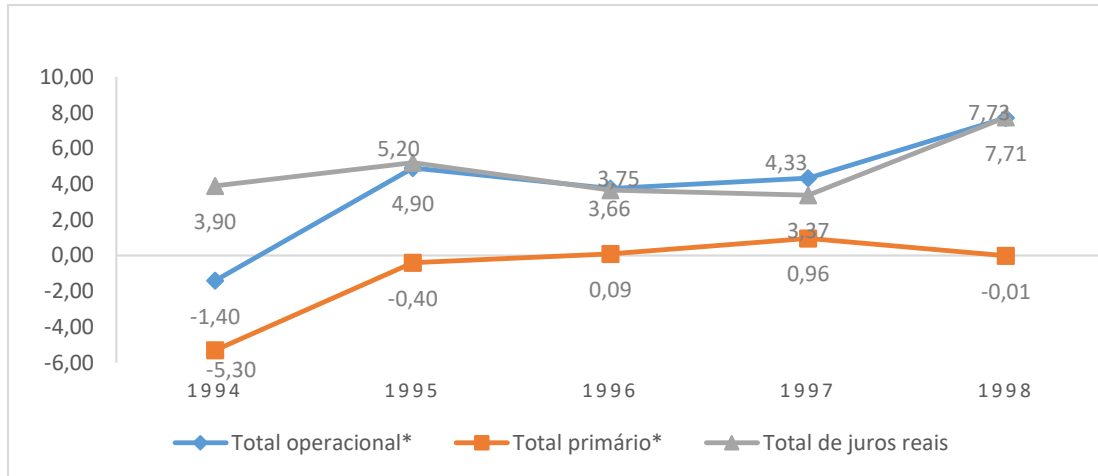
**Nota:** \* déficit (+); superávit (-).

Nesse período, a despesa do setor público consolidado com pagamento de juros reais, passou de 3,90% do produto em 1994 para 7,73% em 1998. Essa elevação se deveu principalmente ao aumento da despesa do Governo Federal e do BCB, que passou de 1,50% do PIB para 5,97% no período, enquanto os governos subnacionais tiveram suas despesas aumentadas de 1,50% para 1,61%. O processo de privatização em curso somado à redução do nível de investimento e ao rigoroso controle exercido sobre as empresas estatais, fez com que os juros pagos fossem reduzidos de 0,90% para 0,15%. No quinquênio foi observado superávit primário médio de 0,93% do PIB para o conjunto do setor público. Somente nos anos de 1996 e 1997 foi registrado déficit primário de 0,09% e 0,96% respectivamente.

O resultado operacional médio no período foi deficitário em 3,86%. Somente foi positivo de 1,40% no ano de 1994, em função do crescimento da renda e do consumo e, conseqüentemente, do aumento da arrecadação no primeiro semestre de implementação do Plano. Nos demais anos, o resultado deficitário refletiu tanto as baixas taxas de crescimento real do produto, cuja média anual não superou 3,20%, como as elevadas taxas de juros que remuneraram a dívida pública federal (Tabela 7), principalmente após as crises do México em fins de 1994, a asiática no segundo semestre de 1997 e a crise russa em 1998, quando atingiu 7,71% do PIB e o superávit primário foi de 0,01% do produto (Gráfico 2).

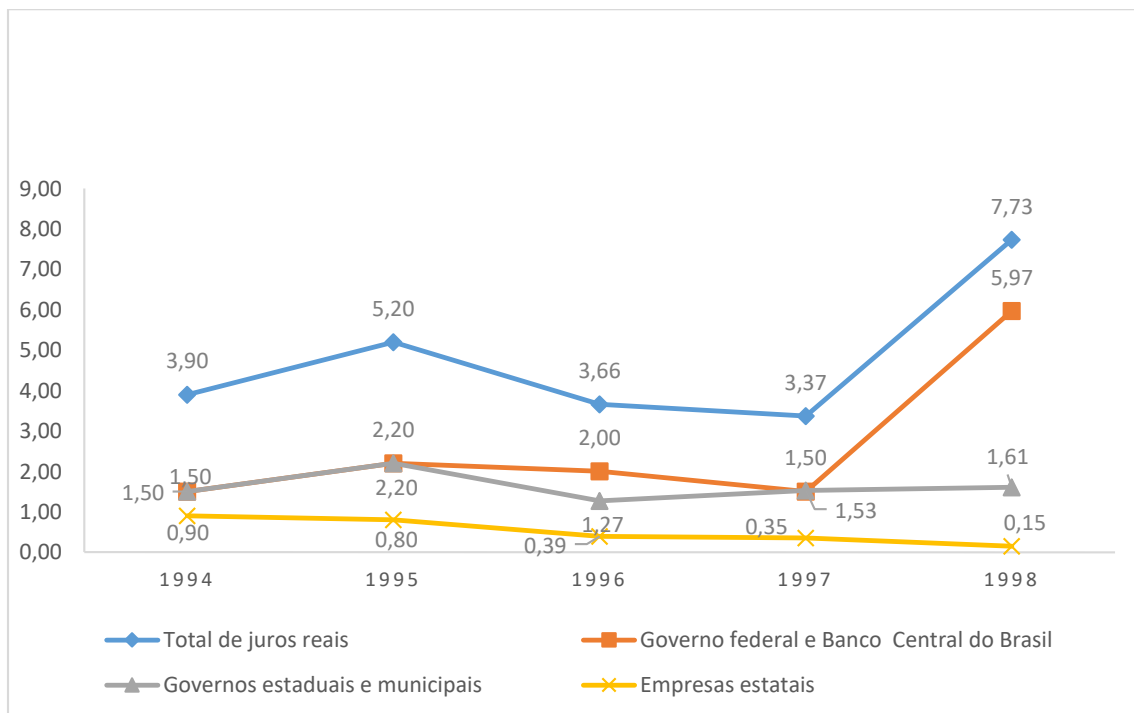


**Gráfico 2 – Necessidade de financiamento do setor público em % do PIB - 1994-1998**



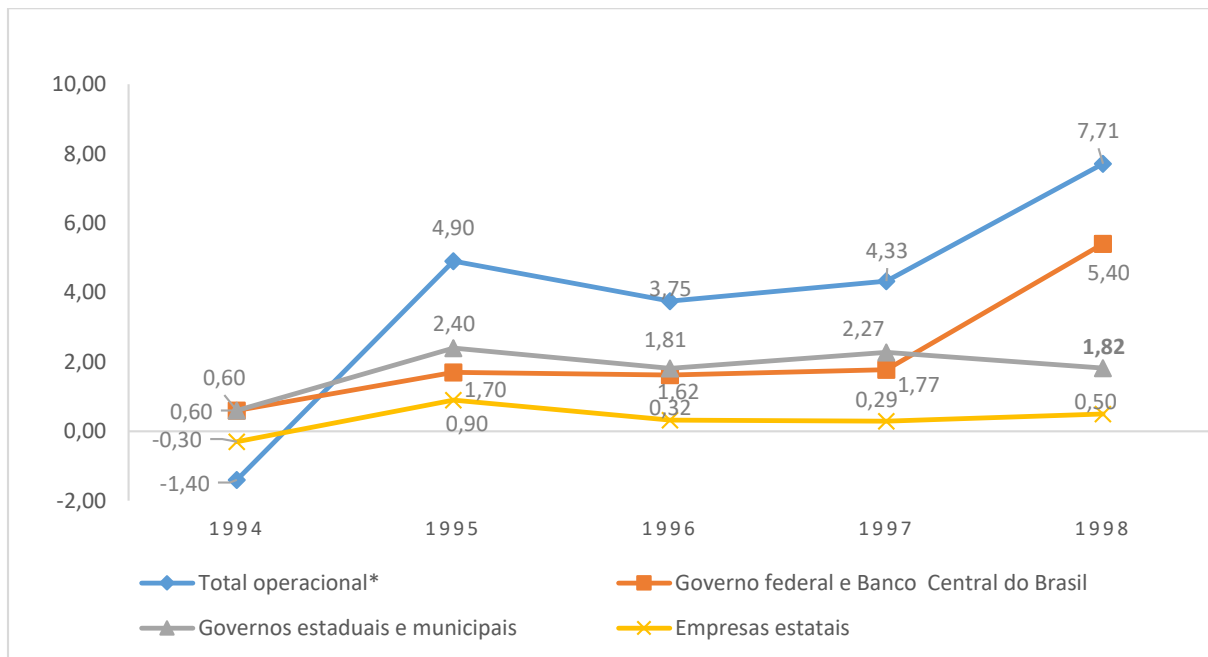
Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos BCB (2020).

**Gráfico 3 – Necessidades de financiamento do setor público em % do PIB - juros reais - 1994-1998**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

**Gráfico 4 – Necessidades de financiamento do setor público em % do PIB - resultado operacional - 1994-1998**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

A grande diferença entre os resultados das NFSPs, nos conceitos primário e operacional (Gráfico 4), se deveu ao montante de juros reais pagos pela dívida pública, principalmente a interna (Gráfico 3). Esses encargos, que representavam 3,90% do PIB em 1994, alcançaram 5,20% em 1995, atingiram 7,73% do produto em 1998, em função das sucessivas crises de liquidez dos anos 1990, cujo enfrentamento se fez, primordialmente, pela elevação das taxas de juros, buscando atrair capital de curto prazo.

**Tabela 8 – Dívida líquida do setor público (% do PIB)**

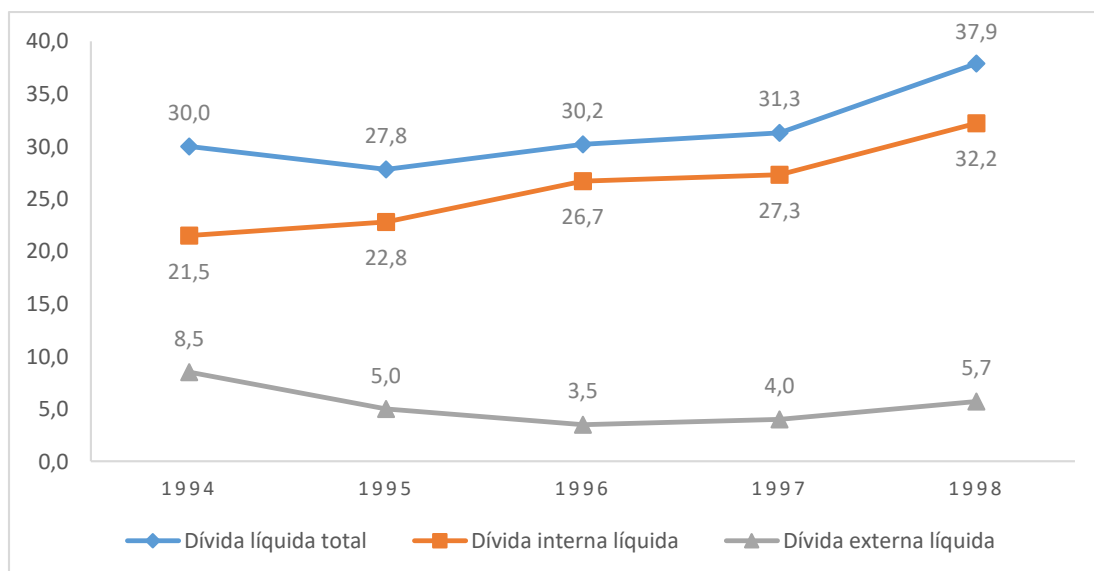
Ano	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Dívida líquida total</b>	<b>30,0</b>	<b>27,8</b>	<b>30,2</b>	<b>31,3</b>	<b>37,9</b>
Governo federal e Banco Central do Brasil	13,0	12,1	14,6	16,9	22,5
Governos estaduais e municipais	9,9	9,7	10,4	11,8	13,0
Empresas estatais	7,1	6,0	5,2	2,6	2,4
<b>Dívida interna líquida</b>	<b>21,5</b>	<b>22,8</b>	<b>26,7</b>	<b>27,3</b>	<b>32,2</b>
Governo federal e Banco Central do Brasil	6,7	8,9	13,1	15,2	18,8
Governos estaduais e municipais	9,6	9,4	10,0	11,3	12,3
Empresas estatais	5,2	4,5	3,6	0,8	1,1
<b>Dívida externa líquida</b>	<b>8,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>
Governo federal e Banco Central do Brasil	6,3	3,2	1,5	1,7	3,7
Governos estaduais e municipais	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7
Empresas estatais	1,9	1,5	1,6	1,8	1,3

**Fonte:** Elaboração própria a partir de BCB (1994-2002a, 1994-2002b).

Esse capital era necessário à manutenção da âncora cambial, levando a um crescimento da dívida mobiliária federal que se refletiu na expansão da dívida interna líquida, a cargo do Governo Federal e BCB, passando de 6,7% em 1994 para 15,2% em 1997 e atingindo 18,8% em 1998 (Tabela 8). Os sucessivos fluxos deficitários dos resultados operacional e nominal não poderiam deixar de ter reflexos no estoque da dívida pública, como pode ser observado na Tabela 8, com a DLSP passando de 30,0% para 37,9% do produto. No mesmo período, a parcela sob responsabilidade do governo central e BCB aumentou 73,07%, saltando de 13,0% do produto para 22,5%. As empresas estatais apresentaram uma redução nas suas dívidas da ordem de 66,20%, passando de 7,1% para 2,4% do PIB entre o início e o fim do período, o que refletiu o controle rigoroso sobre seus gastos e os processos de privatização e subinvestimento iniciados no início da década e aprofundados com o Plano de Estabilização monetária, ancorado no dólar americano.

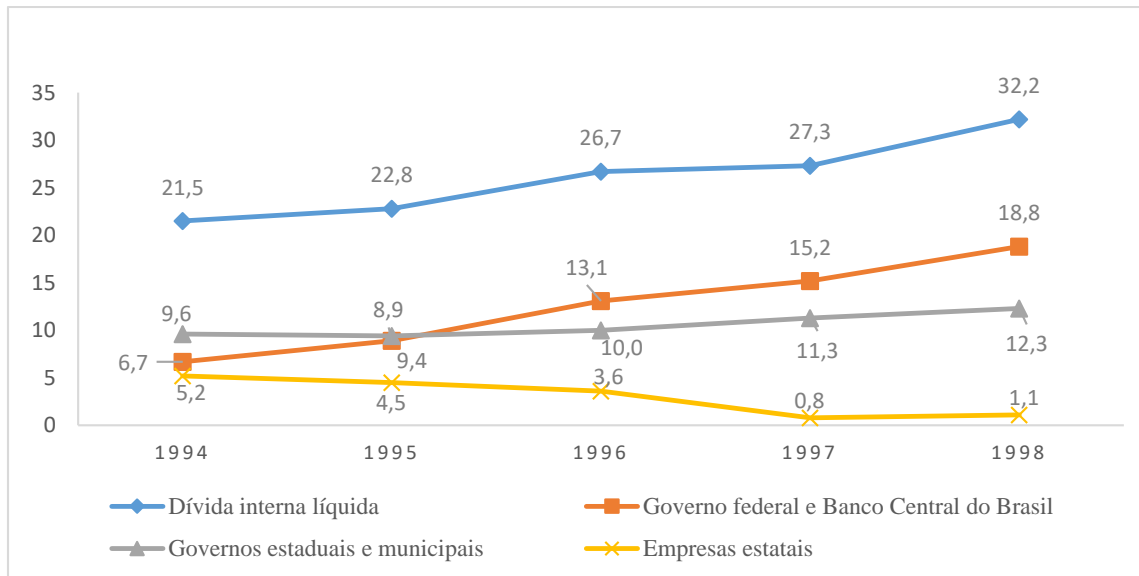
A manutenção de taxas de juros elevadas, durante o período, teve claro efeito expansionista na dívida pública interna líquida, com uma elevação de 49,76%, evoluindo de 21,5% do produto no primeiro ano para 32,2% em 1998 (Gráfico 5). No mesmo lapso temporal, a dívida pública interna líquida de responsabilidade do governo central e BCB<sup>27</sup> teve seu estoque aumentado em 180,60%, quando passou de 6,7% para 18,8% do PIB (Gráfico 6).

**Gráfico 5 – Dívida líquida total do setor público em % do PIB (1994-1998)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de BCB (1994-2002a, 1994-2002b).

<sup>27</sup> Observe-se que em 1997 foi renegociada a dívida dos estados com a União, nos termos da Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, que estabeleceu os critérios para a consolidação, a assunção e o refinanciamento, pela União, da dívida pública mobiliária e outras específicas, de responsabilidade dos estados e do Distrito Federal.

**Gráfico 6 – Distribuição da dívida líquida interna em % do PIB - 1994-1998**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de BCB (1994-2002a, 1994-2002b).

O crescimento da dívida líquida interna, a cargo do governo federal e do BCB, não pôde ser creditado à renegociação da dívida dos estados, pois, pelo critério de apuração da dívida líquida, a expansão verificada quando da federalização dos passivos das unidades subnacionais foi compensada com os créditos do governo central para com elas. Ou seja, o governo federal ficou com ativos financeiros perante os estados, o que caracterizou uma típica operação entre diferentes níveis de governo. A expansão do passivo federal se deveu às elevadas taxas de juro praticadas no período (Tabela 5) e à necessidade de colocação de dívida mobiliária em mercado, com a finalidade de esterilizar a liquidez oriunda do acúmulo de reservas, como pode ser observado na Tabela 9, contribuindo para a redução da dívida externa líquida até 1997.

**Tabela 9 – Contas do balanço de pagamentos 1990-1994 - (em US\$ milhões)**

Ano	Exportações	Importações	Saldo		Conta Capital + Financeira	Reservas (liquidez Internacional)
			Comercial	Trasns. Correntes		
1994	43.545,20	33.078,70	10.466,50	-1.811,20	8.692,20	38.806
1995	46.506,30	50.987,10	-4.480,80	-18.712,40	16.469,20	51.840
1996	47.746,70	54.347,30	-6.600,50	-23.843,00	25.549,60	60.110
1997	52.947,50	60.538,00	-7.590,50	-30.624,60	33.927,60	52.173
1998	51.076,60	58.672,90	-7.596,30	-33.786,60	37.998,20	44.556

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

No que concerne ao acúmulo de reservas, também pode ser argumentado que, ao acumulá-las, ter-se-ia um ativo financeiro que compensaria a dívida correspondente com a

colocação de dívida mobiliária em mercado. Contudo, o diferencial entre a taxa de juros interna e os juros que remuneram as reservas, em sua maioria aplicadas em títulos do tesouro americano, se constituiu em fator de manutenção do crescimento<sup>28</sup> da dívida interna. É esse mesmo diferencial de taxas que permite a arbitragem com os juros e se constitui em fator de atração de capital de curtíssimo prazo, com grande potencial instabilizador do balanço de pagamentos em transações correntes.

Nessa conjuntura em que a taxa de juros média mensal estava próxima de 30%, e a dívida líquida do setor público passara de 30,0% para 37,9 % do produto (Tabela 8), a União havia arrecadado mais de US\$ 46 bilhões com as privatizações, desde o início do Programa Nacional de Desestatização (PND), até julho de 1999 (Tabela 10). A interpretação dada pelos *policy makers* estava baseada na teoria dos déficits gêmeos<sup>29</sup>, ou seja, a situação deficitária das contas públicas seria atribuída ao conjunto do setor público despender recursos além do arrecadado em tributos. Em decorrência da crescente poupança negativa, os três níveis de governo e empresas estatais estariam recorrendo, de modo contínuo e crescente, à poupança externa para financiar não apenas o investimento interno, como também parte do consumo, levando ao aumento do déficit em transações correntes.

**Tabela 10 – Resultados acumulado das privatizações 1991- jul./1999 em US\$ milhões**

Programa	Receita de vendas	Dívidas transferidas	Resultado geral
Telecomunicações	26.978	2.125	29.103
PND	19.660	9.201	28.861
Privatizações Federais (PND + Telecomunicações)	46.638	11.326	57.964
Privatizações Estaduais	24.553	5.793	30.346
Total (Priv. Federais + Estaduais)	71.191	17.119	88.310

**Fonte:** Extraído de Filgueiras (2012, p. 115).

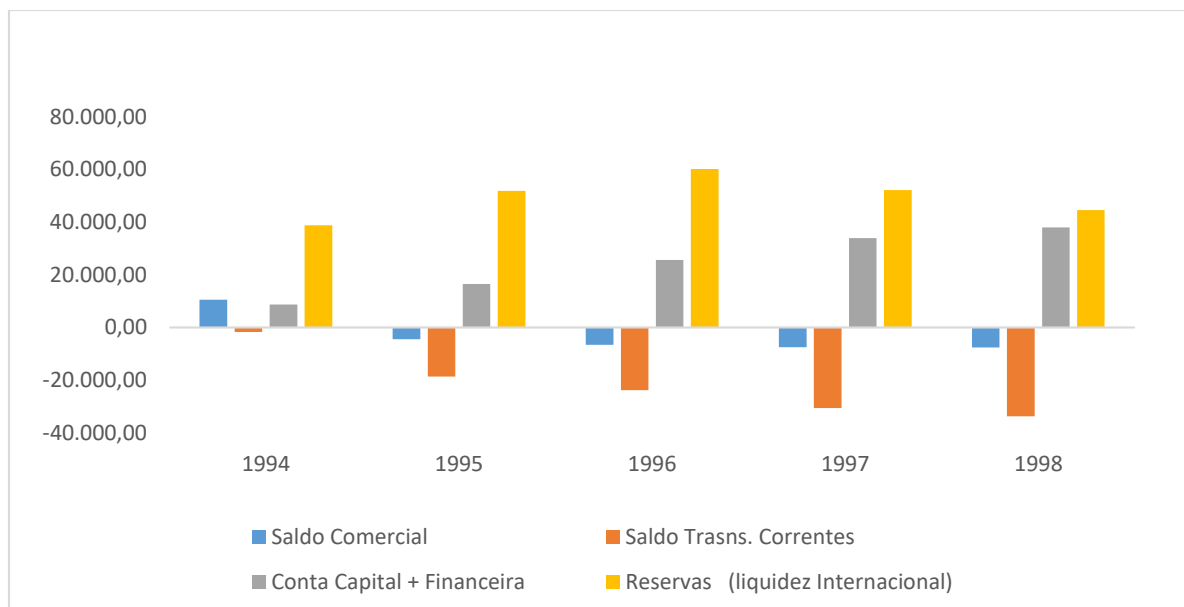
<sup>28</sup> O diferencial entre juros pagos internamente e o que é obtido com a remuneração das reservas expande as NFSP, gerando a necessidade de colocação de mais dívida pública em mercado, que se soma ao estoque preexistente, também para cobrir parte das despesas financeiras, visto que o superávit primário foi insuficiente para tanto. Nesse sentido, o modelo de estabilização calcado na âncora cambial potencializou o processo de auto alimentação da dívida pública.

<sup>29</sup> Abordagem segundo a qual, o excesso de gastos do setor público expande a demanda interna, que para ser atendida leva ao aumento das importações, impactando negativamente o balanço de transações correntes, o que força a elevação da taxa interna de juros na tentativa de atrair divisas por meio da conta financeira (notadamente aplicações de portfólio), visando financiar os fluxos negativos. Ver Resende (2009).

De acordo com essa abordagem, é o excesso de gastos do setor público que determina a manutenção de taxas de juros elevadas, para remunerar os poupadores (residentes e não residentes) que financiam o déficit público e o desequilíbrio externo, além de colocar em risco a própria estabilidade da moeda, constituindo-se no principal óbice à obtenção de maiores taxas de crescimento da economia. É a partir desse silogismo, que são apresentadas e defendidas as propostas de redução da presença do Estado na economia e as demais teses ortodoxas defendidas pelo *Consenso de Washington* (Gráfico 7).

Os reais fatores, como a desregulamentação financeira, abertura comercial acelerada, ausência de política industrial, desnacionalização<sup>30</sup> da economia, que tendem a ampliar a vulnerabilidade externa, disfuncionalidade do sistema financeiro, perda de competitividade em função da apreciação cambial causada pela política monetária dentre outros, esses fatores continuaram sendo convenientemente omitidos, numa conjuntura de interdição do debate predominante no período de hegemonia do pensamento ortodoxo, principalmente a partir do Consenso de Washington até os dias atuais.

**Gráfico 7 – Contas do balanço de pagamentos 1990-1994 - (em US\$ milhões)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

<sup>30</sup> O processo de desnacionalização da economia foi amplificado após o Plano Real, tanto pela aquisição de empresas privadas por não residentes, quanto pelo processo de privatização que se constituiu no principal elemento do programa de governo entre 1995 e 1998. Esse processo veio a se constituir num dos principais fatores do desequilíbrio do setor externo que obrigou o País a recorrer sucessivamente aos empréstimos junto aos organismos multilaterais (FMI), Banco de Compensações Internacionais (BIS), na segunda metade da década de 1990 e início dos anos 2000.

Observa-se, no Gráfico 8 e na Tabela 9, que no período houve a reversão do saldo positivo da balança comercial de um superávit de US\$ 10.466,50 para um déficit de US\$ 7.596,30, enquanto no balanço de transações correntes o déficit foi aprofundado a partir de 1995. No ano do lançamento do Plano Real, as transações correntes apresentaram resultado negativo de US\$ 1.811,20. Nos anos seguintes, os impactos da política macroeconômica se expressaram no aprofundamento da situação deficitária, que alcançou US\$ 18.712,40 em 1995, chegando a atingir US\$ 33.786,60 em 1998. Nesse mesmo espaço de tempo o resultado desfavorável cresceu 1.765%.

No entanto, o aprofundamento do quadro desfavorável não se deveu à interrupção dos fluxos voluntários de capitais como ocorrera na crise da dívida externa dos anos 1980. Ao contrário, entre 1991 e 1998, os fluxos foram positivos com exceção de 1995, cujo saldo foi deficitário em US\$ 3.673,70, refletindo a diminuição da liquidez internacional, que afetou o financiamento externo e aplicações de portfólio, em função da crise do México, como pode ser verificado na tabela a seguir.

**Tabela 11 – Investimento líquido 1991-1998 (US\$ milhões)**

ANO	Estrang. Direto	Estrang. Portfólio	Outros Invest. Líquido*	Outros Invest. Brasileiros*	Outros Invest. Estrangeiros*
1991	87,2	3.808,10	-3.735,30	-3.249,60	-485,7
1992	1.924,30	14.465,50	-6.481,90	28,5	-6.510,40
1993	798,6	12.324,60	-2.716,60	-5.404,10	2.687,50
1994	1.460,00	50.642,20	-43.556,50	-13.009,50	-30.547,00
1995	3.309,50	9.216,80	16.200,00	-1.819,30	18.019,30
1996	11.260,80	21.618,90	673,00	-10.316,20	10.989,10
1997	17.877,40	12.615,60	-4.832,60	-1.986,80	-2.845,80
1998	26.001,60	18.125,00	-14.285,50	-11.392,40	-2.893,10

**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados do BCB (2020).

**Nota:** \* saída (+) ingresso (-).

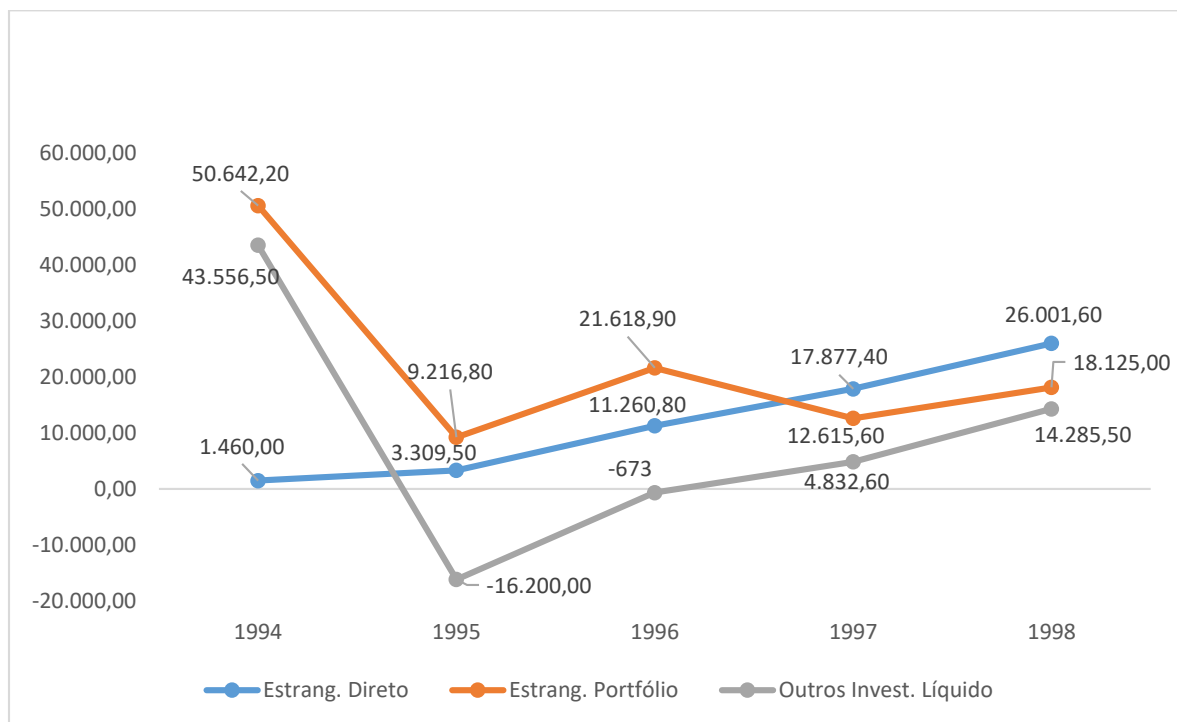
Entre 1994 e 1998 o investimento estrangeiro direto atingiu US\$ 59,9 bilhões, o investimento líquido em portfólio somou US\$ 112,2 bilhões e os outros investimentos líquidos corresponderam a US\$ 45,8 bilhões, o que significou uma entrada líquida de capitais de US\$ 217,9 bilhões. Esse ingresso de recursos se mostrou crucial para a sustentação do Plano de Estabilização, no contexto de contínuos déficits no balanço de pagamentos. De fato, a estabilização dos preços teve como contrapartida o aumento da vulnerabilidade externa, ao aumentar a dependência dos capitais de curto prazo, principalmente após a redução do estoque de ativos privatizáveis e a ampliação do processo de desnacionalização da economia, sem que

tenha se verificado uma expansão significativa da capacidade de produção instalada na economia brasileira<sup>31</sup> (Gráfico 8).

A privatização e a desnacionalização tiveram baixo impacto na expansão da capacidade produtiva. Os investimentos foram concentrados predominantemente em setores voltados ao mercado interno, porém aumentando a necessidade de remessa de lucros e com baixa geração de divisas. Segundo Filgueiras (2012, p. 162):

Do ponto de vista do balanço de pagamentos, os efeitos desse processo se farão sentir nos próximos anos, através do crescimento da remessa de lucros e dividendos pelas multinacionais. E, para agravar mais ainda essa situação, a maior parte das empresas estrangeiras que se instalaram no país não contribuíram com mais exportações. Os seus investimentos foram feitos no setor de alimentos, bebidas e fumo, seguido pelos setores financeiro, químico e petroquímico e o de telecomunicações. O primeiro é voltado, principalmente, para o mercado interno, enquanto o segundo e o último se constituem em serviços, quase que exclusivamente também voltados para o mercado interno.

**Gráfico 8 – Investimentos estrangeiros, empréstimos e financiamentos 1994-1998 (US\$\$ milhões)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados do BCB (2020).

Após a moratória russa em agosto de 1998, o Brasil seria guindado ao posto de *bola da vez* pelo movimento especulativo em nível mundial, por suas condições de vulnerabilidade

<sup>31</sup> O investimento direto em sua maior parte se dirigiu à aquisição de ativos já existentes, sem ampliação de capacidade produtiva instalada. Constitui-se tipicamente em investimentos patrimonialistas, numa conjuntura de ativos nacionais desvalorizados e com garantia de acesso facilitado ao crédito por parte das agências financiadoras estatais, como o BNDES, para a aquisição das empresas em processo de privatização.



externa e de fragilidade fiscal, pois se encontrava ainda em processo de recuperação dos efeitos da crise asiática. Mesmo com reservas recompostas em mais de US\$ 70 bilhões entre abril e julho (Tabela 4), sofreu forte processo de desaceleração da atividade produtiva em decorrência das medidas recessivas que haviam sido adotadas, com o PIB permanecendo estagnado (crescimento de 0,34%) e com o desemprego aberto se elevando de 8,5% em 1997 para 9,7%. Os impactos da crise se agudizaram com a queda das reservas de US\$ 70,2 para US\$ 67,3 bilhões, sem que fossem adotadas medidas para o seu enfrentamento e também com a *dramática* queda de 15,8% da bolsa de valores de São Paulo em 10 de setembro (Oliveira, 2012).

Além da rápida deterioração das reservas cambiais, as medidas adotadas foram ineficazes, uma vez que, conforme aponta Oliveira (2012, p. 187-188):

O governo, que havia elaborado e aprovado no dia 08/09 um novo “pacote fiscal” (Decreto 2.773, de 08/09/98) para enfrentar e acalmar o mercado, procurou, reativamente, barrar e reverter essa fuga, aumentando a taxa de juros de assistência do Banco Central, a TBAN, de 29,75% para 49,75%, para vigorar a partir do dia 11/09. [...] Como, entretanto, nada se fez em relação à política cambial, origem dos desequilíbrios externos e da crescente vulnerabilidade da economia, tal medida revelou-se completamente insuficiente para deter e reverter a debandada de capitais para o exterior: no final do mês de setembro, as reservas externas estavam reduzidas a US\$ 45,8 bilhões, registrando perdas equivalentes a US\$ 25 bilhões de dólares em pouco mais de um mês. E mais grave: sem nenhuma perspectiva de reversão desse processo, colocando o país sem condições não somente de honrar seus compromissos externos como de defender os limites da banda cambial.

Apesar da grande redução das reservas internacionais e das projeções sombrias em relação ao futuro do Plano e à economia brasileira, a correção cambial, com a desvalorização do Real, tida como a medida mais eficiente para a reversão das expectativas pessimistas, acabou não sendo implementada pelo governo, visto que, naquele período, tais mudanças na política econômica poderiam acarretar prejuízos para o projeto político de reeleição do Chefe do Poder Executivo. Na perspectiva do candidato Presidente, desvalorizar o câmbio despertaria as forças inflacionárias, aumentando o quadro de possíveis adversidades internas.

Na iminência da reeleição, cujas pesquisas de opinião lhe eram amplamente favoráveis, significaria correr riscos para resolver questões que poderiam ser tratadas após o encerramento do pleito, razão que o levou a optar por medidas de curto prazo, como o pacote fiscal de setembro<sup>32</sup> e a elevação das taxas de juros, como forma de atenuar e administrar provisoriamente os efeitos da crise.

<sup>32</sup> “O Decreto no. 2.773 de 08/09/1998 representou, no calor da turbulência provocada pela moratória russa, apenas o início da mudança de rumo da política fiscal, visando mitigar a situação de desequilíbrios das contas públicas e recuperar a confiança dos agentes econômicos sobre a capacidade de solvência do Estado brasileiro. Com ele, foi estabelecida uma meta para o superávit primário da União, a ser atingida ainda em 1998, de no mínimo R\$ 5 bilhões, por meio da limitação de empenho de gastos com investimentos, inversões financeiras e outras despesas correntes. Somado à elevação das taxas de juros, ficou evidente que seus efeitos, em conjunto, não

Com a proximidade do esgotamento do conjunto de empresas a serem privatizadas e a redução da liquidez, em nível internacional, advindas das crises da Ásia e da Rússia, maiores esforços para remunerar os investidores seriam exigidos a partir de 1999, quando foi implantado o RMI, que será analisado detidamente no próximo capítulo.

## 2.5 Conclusão

Neste capítulo, demonstrou-se os elementos constitutivos do Plano de Estabilização Econômica, implementado a partir do segundo semestre de 1994 até o final de 1998, na fase em que a âncora nominal foi a taxa de câmbio. Esse Plano foi parcialmente exitoso para manter a estabilidade monetária, porém, considerada a economia em seus diferentes aspectos, revelou-se incapaz de permitir a inclusão do grande contingente da população economicamente ativa, no mercado formal de trabalho.

Desde a fase de sua preparação, ainda em 1993, se caracterizou por um frágil *equilíbrio* dependente da atração de capitais, de curtíssimo prazo, que tiveram como contrapartida a permanente manutenção de taxas reais de juros elevadas, inviabilizando a expansão do nível de investimento, do consumo e se constituindo no principal óbice à participação do governo no aumento da formação bruta de capital fixo. Isso ocorreu, preponderantemente, pelo aumento da participação dos gastos financeiros no orçamento. Durante esse período, as taxas de juros reais se mantiveram em patamares muito superiores às dos países centrais, funcionando como principal instrumento de atração da poupança externa (capitais de curtíssimo prazo), o que contribuiu para a sobrevalorização cambial, a partir de 1994.

Essa apreciação do câmbio, aliada à política de abertura comercial abrupta, iniciada, principalmente, a partir de 1993, foi o principal fator para a redução da participação do setor industrial no produto. Isso fez com que os ganhos, em termos de crescimento da renda, propiciados pela estabilização, que se dirigiram ao consumo interno, tenham sido crescentemente atendidos pelas importações. Dessa sobrevalorização adveio a perda de competitividade de vários setores da indústria brasileira, não apenas no exterior, mas também no próprio mercado interno, no qual o país já havia alcançado certo grau de autossuficiência, principalmente a partir da crise da dívida externa dos anos 1980.

---

foram suficientes para tranquilizar os investidores: depois de reduzidas a US\$ 45,8 bilhões em setembro, o país perdeu mais US\$ 3,5 bilhões de reservas em outubro e mais US\$ 1 bilhão em novembro, quando essas atingiram o nível de US\$ 41 bilhões.” (Oliveira, 2012, p. 189).

Esse Plano de Estabilização somente foi viabilizado pelo retorno voluntário dos fluxos de liquidez, que, no caso do Brasil, passou a ocorrer antes mesmo da conclusão do processo de reestruturação/negociação da dívida externa nos marcos do *Plano Brady*. Ou seja, a nova geração de planos implementados em vários países em desenvolvimento significou a sua reinserção no novo ciclo de liquidez internacional, com a ampliação do endividamento externo não mais por meio de créditos sindicalizados, ligados ao sistema financeiro internacional. O atual ciclo resultou do processo de desintermediação bancária, com o país se candidatando a receber os fluxos financeiros mediante operações de portfólio, que expandem suas reservas, mas têm como contrapartida a expansão do endividamento interno.

A absorção dessa poupança externa implicou submeter-se a determinadas condicionalidades, tais como: manter ambiente favorável aos negócios (o que significa descartar qualquer tentativa de reestruturar a dívida pública), manter taxas de juros reais positivas elevadas, assegurar a desregulamentação (não criar restrições à livre entrada e saída de capital), comprometer-se com a produção de superávits primários suficientes para manter a relação dívida/PIB em patamares considerados seguros perante os investidores, de forma a afastar o risco de *default*, reduzir a presença do Estado na economia de forma permanente, sobretudo no setor financeiro.

A utilização da âncora cambial nessa fase deu-se em consonância com as políticas do *Consenso de Washington* e criou as condições para a substituição dessa âncora pelo RMI, de acordo com os ditames do novo consenso econômico ortodoxo. Os resultados dessa contínua política de austeridade aprofundaram no país os efeitos da crise geral do capitalismo iniciada ainda na década de 1970, atingindo de forma aguda as classes subalternas do País, expandindo as ocupações precárias e a informalidade, que cresceram continuamente, elevando as taxas de desemprego, portanto, deteriorando ainda mais o quadro de distribuição de renda.

A relativa estabilidade monetária na primeira fase de implementação do Plano Real se deveu preponderantemente ao retorno dos fluxos voluntários de capital, principalmente a partir de 1992. Esse retorno da liquidez internacional que propiciou acúmulo de reservas suficientes para garantir certo nível de importações líquidas em aproximadamente três meses, aliado à redução tarifária, foi de fundamental importância para expor a produção nacional à concorrência dos produtos importados, no período em que o balanço de transações correntes acusou sucessivos *déficits*.

No entanto, a absorção de poupança externa e a conseqüente expansão da liquidez em nível interno tornavam contraproducentes qualquer tentativa de controle do *déficit* público,

quando o estoque da dívida pública, notadamente a dívida mobiliária federal cresceu continuamente em relação ao produto dada a execução da política monetária contracionista (política de juros básicos do BCB). Portanto, a estabilização monetária foi decorrência da reinserção do País no circuito financeiro internacional, após a crise dos anos 1980, e não se deveu ao aprofundamento de medidas fiscais restritivas, mas à imposição dessas medidas, tornando-as perenes em função do processo de estabilização que requereu contínua absorção de capital volátil, mediante a conta financeira, como condição para o fechamento do Balanço de Pagamentos, fazendo com que a dívida pública bruta se expandisse à frente do crescimento do PIB.

A aparente estabilidade alcançada na década de 1990 somente foi possível pelo crescimento da liquidez em nível internacional, viabilizado pelos processos de desintermediação bancária, desregulamentação financeira, e abertura da conta capital, no contexto da chamada revolução da microeletrônica e das telecomunicações. Se inicialmente o crescimento da liquidez levou a *estabilidade*, isso obrigou os países receptores dos fluxos financeiros a manterem permanentemente condições favoráveis para os investidores (detentores do capital especulativo), de modo que a necessidade de recepção desses influxos se tornou também umas causas imediatas da instabilidade vivenciada nos anos 1990, no contexto de maior volatilidade dos capitais e de crescente integração dos mercados financeiros.

Os fatores tidos pelos teóricos do *mainstream* como determinantes do novo ciclo de acumulação revelaram-se instabilizadores, o que evidencia o caráter contraditório do sistema capitalista que a perspectiva ortodoxa tenta obscurecer. As crises endógenas produzidas periodicamente pelo próprio movimento do capitalismo em nível mundial, geram assimetrias profundas na distribuição da riqueza e na sociedade, que se reproduzem continuamente, mas que o sistema econômico apresenta como distorções de ordem conjuntural e não como contradições estruturais, embora a manifestação dessas contradições tenha se materializado concretamente desde a década de 1970.

### 3 DA ÂNCORA CAMBIAL À ÂNCORA FISCAL: o regime de metas de inflação

#### 3.1 Introdução

Neste capítulo apresenta-se uma análise do processo de transição da âncora cambial para a âncora fiscal e a consequente implementação do RMI, no contexto das sucessivas crises de liquidez ocorridas em países emergentes, a exemplo, da Coreia do Sul, Rússia e, finalmente, do Brasil, no qual o esgotamento de ativos privatizáveis, bem como a transferência do controle de capital de empresas, predominantemente nacionais, para o capital estrangeiro, *obrigaram* a mudança da âncora nominal.

Para tanto, dividiu-se em quatro tópicos o conteúdo abordado. No primeiro, foram tratados os fundamentos da abordagem da macroeconomia ortodoxa; a centralidade da política fiscal no novo consenso macroeconômico; na sequência o processo de construção da nova âncora, envolvendo as medidas restritivas, ou seja, as chamadas *condicionalidades* impostas ao País pelos organismos multilaterais (principalmente o FMI), numa conjuntura em que o Brasil perdera considerável volume de reservas, a partir da crise da Rússia. Isso refletiu a inserção subalterna do país no processo de crescente internacionalização do capital, cujos interesses são caprichosamente representados pelos organismos *supranacionais* sob controle dos países centrais, tendo os EUA na posição imperialista mais destacada.

Em seguida desenvolveu-se a concepção e o conteúdo do RMI, enfatizando-se a sustentação teórica apresentada e imposta pela ortodoxia, com as alterações institucionais exigidas pelo RMI, quando da liberação do empréstimo junto ao Fundo Monetário. Exemplo dessas alterações foi a aprovação da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, instrumento que, a pretexto de regulamentar artigo da Constituição Federal de 1988, transformou-se em mecanismo de comprometimento das unidades subnacionais com a produção de superávit primário.

No último item, foram analisados os impactos da adoção da nova âncora (RMI), que obrigou a produção de resultado primário superavitário, para fazer face à necessidade de manter e/ou estabilizar a dívida pública em relação ao produto. Esse esforço de ajustamento fiscal contínuo decorreu da autonomia operacional do BCB, com a finalidade de executar a política monetária (taxa de juros), por meio da colocação de dívida pública em mercado com taxas de juros reais significativamente elevadas, consideradas *imprescindíveis* para sustentar o valor da moeda (conter a elevação dos preços). Os impactos dessa política atingiram os gastos sociais e em infraestrutura, reduzindo consideravelmente o investimento público e limitando a

possibilidade de melhoria das políticas sociais, visto que a participação das despesas financeiras, para as quais inexitem restrições legais, cresceu em detrimento dos recursos destinados às demais rubricas.

Diante da substituição compulsória da âncora nominal, sobretudo em função da perda de reservas, com a redução do fluxo de liquidez no contexto das crises dos anos 1990, aliada ao esgotamento de ativos privatizáveis, pergunta-se por que a taxa de juro continuou sendo a variável preponderante para a manutenção do valor da moeda nacional.

### **3.2 Abordagem da macroeconomia ortodoxa**

A condução das políticas macroeconômicas ortodoxas tem suscitado grandes controvérsias no Brasil, principalmente a partir dos anos 1990, além de estar no centro dos debates ao longo do período de estabilização monetária, que teve início ainda na primeira metade dessa década. No entanto, no debate ao longo das sucessivas disputas eleitorais à Presidência da República, não tem sido explicitado a que corpo teórico pertencem as principais propostas de política macroeconômica apresentadas aos diversos setores da sociedade.

Por essa razão, considera-se relevante expor os principais componentes das políticas macroeconômicas ortodoxas, para que fique evidenciado não apenas o seu corpo teórico, mas, sobretudo, para que seja possível explicitar as relações e os impactos advindos da opção por políticas macroeconômicas, vinculadas a determinadas escolas de pensamento econômico, no cotidiano da maioria dos eleitores que realizam periodicamente a escolha dos governantes do país.

A análise crítica das proposições que compõem a abordagem ortodoxa possibilita compreender como é afetada, do ponto de vista econômico e social, a condição de vida das classes majoritárias, quando essas escolhas recaem em candidatos defensores explícitos das ideias ortodoxas, ou que a ela se submetem, com maior ou menor grau de constrangimento, por imposição do capital e seus *think tanks* internos e multilaterais.

Prado (2022, p. 127) contribui para essa análise crítica e percuciente, ao afirmar:

Ora, mesmo se o sistema econômico da relação de capital tem, sim, imperativos que decorrem de sua natureza, estes não deixam de ser determinações estruturais sustentadas por meio das instituições políticas. A reificação do sistema econômico por meio da positivação metodológica dos seus fenômenos constituintes é apenas um meio de restringir as opções de política econômica àquelas desejadas pelo poder político das classes dominantes. Na verdade essa positivação veio transformar o saber nesse campo do conhecimento em instrumento de governança – algo que se sustenta contraditoriamente como um saber tecnonormativo. Ou seja, apresenta-se como algo meramente técnico e, portanto, isento, para poder melhor convencer e se impor politicamente.

Ao abordar a concepção ortodoxa de política econômica, não se tem por pretensão ser exaustivo, partindo do seu surgimento como economia política clássica, sua evolução na perspectiva neoclássica<sup>33</sup>, passando pela síntese neoclássica de Keynes<sup>34</sup>. O objetivo da análise é o entendimento do que se convencionou chamar de NCM, formado principalmente a partir da síntese do pensamento das Escolas Novo Clássica, Novo Keynesiana e Ciclo Real de Negócios, sob o predomínio da primeira.

O manejo da política fiscal foi prevalecente desde o final da Segunda Guerra Mundial, até se tornar evidente a crise de acumulação capitalista, com contornos mais nítidos na segunda metade da década de 1970. No NCM (*novo mainstream*) a política fiscal foi subsumida à política monetária, cujo principal objetivo é o controle do nível de preços, fazendo com que o gasto público, enquanto instrumento de estímulo ao investimento e consumo, seja restringido, deixando de ser a principal variável utilizada na administração da demanda agregada.

A política fiscal no NCM passa a desempenhar um papel secundário na condução da política macroeconômica, mas é considerada de extrema relevância como auxiliar da política monetária e seus objetivos. Nesse sentido, a diminuição do papel do Estado na economia torna-se um imperativo proclamado, tanto pela teoria ortodoxa quanto pelos governos dos diferentes países, sem grandes distinções no que diz respeito à filiação ideológica dos partidos pelos quais se elegeram.

Tanto a política monetária como a livre movimentação de capitais, no contexto de desregulamentação financeira, fazem com que a política fiscal tenha um papel restrito, complementar e secundário no novo consenso ortodoxo, cabendo ao Estado um papel *limitado*, que se reflete em regras fiscais rígidas, coerentes com a função atribuída à política macroeconômica que visa maximizar os resultados do mercado e da iniciativa privada, tornando imperioso o controle da taxa de inflação. “Os teóricos do NCM argumentam que, ao estabilizar o nível de preços, o governo estaria contribuindo para melhorar a conjuntura em prol do investimento privado, dado que as expectativas dos agentes seriam beneficiadas pela melhor previsibilidade econômica.” (Gonçalves, 2017, p. 20).

---

<sup>33</sup> Na abordagem neoclássica, tem-se a substituição das classes sociais por agentes econômicos e o produto não é mais dividido entre salário, lucro e renda da terra, pois se destina à remuneração dos fatores de produção trabalho e capital. O valor trabalho foi substituído pela utilidade marginal.

<sup>34</sup> Nesta leitura Keynes é tido como mais um autor ortodoxo, porém enfatizando a importância do gasto público para o crescimento do produto. Esses autores consideram a moeda pouco potente para afetar variáveis reais, uma vez que o investimento teria pouca elasticidade em relação a taxa de juros, por isso sua ênfase recai na política fiscal, razão pela qual passaram a ser também reconhecidos como fiscalistas.

Desse modo, o principal instrumento de intervenção do Estado na economia passa a ser a política monetária, por meio da fixação das taxas nominais de juros de curto prazo, para obter o controle da demanda agregada e manter a taxa de inflação dentro dos limites planejados. Ao fazer com que as expectativas dos agentes em relação ao nível de inflação futura seja convergente com a meta pré-fixada, o governo possibilitaria a redução das taxas nominais de juros, estimulando o investimento privado e consequentemente a elevação do produto, do nível de emprego e da renda.

Para compreender as proposições teóricas do NCM sobre as recomendações de política fiscal, faz-se necessário observar, mesmo que brevemente, as teorias econômicas que as influenciaram. Gonçalves (2017, p. 22) destaca:

Pode-se afirmar que o NCM segue uma vertente teórica entendida como neoclássico, por aceitar hipótese de equilíbrio geral (mesmo que dinâmico), neutralidade da moeda (em algum espaço temporal ou no curto ou no longo prazo), além da racionalidade do agente econômico e da ergodicidade, que permitem a construção de modelos probabilísticos com erros esperados nulos. Outros pressupostos incorporados por essa linha teórica também seguem a tradição neoclássica, como a decomposição do ciclo-tendência, que permite distinguir análises de curto e de longo prazo.

Com a crise de acumulação capitalista, que ganhou contornos mais explícitos, a partir da década de 1970, verifica-se o retorno das ideias liberais, principalmente no Reino Unido e nos Estados Unidos, se espalhando para outros países do continente europeu na década de 1980 e sendo fortemente disseminada na América Latina nos anos 1990, a partir dos organismos multilaterais, sobretudo pelo FMI e Banco Mundial (BIRD). A ascensão do novo liberalismo, que veio a ser conhecido como neoliberalismo, esteve e ainda permanece alicerçado principalmente na teoria econômica produzida pela escola Novo Clássica.

Os grandes expoentes dessa escola, Robert Lucas e Thomas Sargent, criticaram não apenas as teorias diretamente vinculadas ao keynesianismo, principalmente na versão da síntese neoclássica de Keynes, corrente dominante durante os anos pós-1945, mas também não deixaram de tecer críticas ao monetarismo de Milton Friedman<sup>35</sup>, muito embora comunguem

---

<sup>35</sup> Autor responsável pela reformulação da Teoria Quantitativa Clássica, que ficou conhecida como Neoquantitativismo. De acordo com o autor, a expansão da oferta de moeda no curto prazo pode afetar variáveis reais e reduzir a taxa de desemprego corrente abaixo da taxa natural de desemprego, pois os agentes formariam suas expectativas com base em informações do passado, também conhecidas como expectativas adaptativas. Ao receberem seus salários e perceberem que o aumento salarial não aumentou o seu poder de compra, os trabalhadores voltariam a condição de desempregados voluntários e a taxa de desemprego corrente tenderia a se igualar à taxa natural de desemprego. Para Friedman, a redução da taxa corrente de desemprego seria possível se os agentes fossem continuamente iludidos com um salário nominal maior, em função de uma constante e acelerada expansão da oferta de moeda, o que, inevitavelmente, elevaria ainda mais a taxa de inflação.



com sua concepção a respeito da existência de uma taxa natural de desemprego<sup>36</sup> e da neutralidade da moeda no longo prazo, bem como com o seu pressuposto de que no longo prazo o crescimento do produto somente seria afetado por variáveis reais, tais como o acúmulo de capitais, desenvolvimento tecnológico e tamanho da população.

De acordo com Sargent; Wallace (1981), mudanças na política econômica, como choques monetários exógenos (expansão da oferta de moeda), realizados pela AM, somente teriam efeitos reais sobre o produto se fossem realizados de surpresa, ou seja, de maneira imprevista pelo público. No entanto, tal experiência não poderia ser repetida, dado que os agentes econômicos agiriam de maneira racional, aprendendo com as experiências (erros) do passado, internalizando nas suas previsões possíveis desvios da política econômica do governo, principalmente na condução da política monetária.

Nessa construção teórica, os mercados seriam compostos por indivíduos atomistas que, dadas suas restrições, agiriam individualmente para maximizar seus ganhos. Os agentes seriam, então, tomadores de preços, o que significa dizer que em concorrência, ter-se-ia um único ponto de equilíbrio, não sendo influenciados por decisões individuais de empresários.

Segundo a Hipótese das Expectativas Racionais<sup>37</sup>, o conjunto dos indivíduos agiria conforme um agente representativo que consideraria não apenas as experiências passadas, mas também as informações do presente<sup>38</sup> para formular suas expectativas, além de modelos econômicos probabilísticos em que os erros esperados seriam zero, num sistema ergódico. Isso se constitui no pressuposto fundamental para aceitação da hipótese da neutralidade da moeda também no curto prazo e não somente no longo prazo, como afirmam os neoquantitativistas. Portanto, para os teóricos das expectativas racionais, mudanças previsíveis na política econômica não afetam variáveis reais da economia no curto tampouco no longo prazo, apenas alteram o nível de preços.

---

<sup>36</sup> Para Carvalho *et al.* (2015, p. 121-122), a taxa natural é aquela taxa de desemprego que incorpora as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens, tais como a tecnologia, as imperfeições, as variações sazonais na demanda e oferta, o custo e o tempo de coletar informações sobre vagas disponíveis e o custo e o tempo de mobilidade de um emprego para outro. Quando a economia possui uma taxa de desemprego igual a uma taxa natural, somente vigoram o desemprego friccional e o desemprego voluntário.

<sup>37</sup> Note-se que essa hipótese se constitui num aprofundamento da Hipótese das Expectativas Adaptativas, proposta pela escola monetarista, em que os agentes adaptariam suas bases de informações conforme os eventos passados, como proposto pela Teoria Quantitativa da Moeda elaborada por Milton Friedman.

<sup>38</sup> Isto pressupõe simetria de informações, ou seja, que as mesmas estejam disponíveis a custos desprezíveis e que o conjunto dos agentes saiba interpretá-las de forma correta.

Tal hipótese implica uma curva de oferta vertical no curto prazo, o que reitera o conceito clássico da Lei de Say<sup>39</sup>. Os autores do NCM partem do pressuposto de que a economia já se encontra no seu ponto de equilíbrio, perdurando somente o desemprego friccional e o desemprego voluntário. Neste último, considerando-se o mercado de trabalho flexível, o trabalhador prefere ficar desempregado a trabalhar pelo salário que lhe é oferecido, pois o tempo livre lhe proporcionaria maior grau de satisfação do que os bens e serviços que os salários vigentes permitissem comprar.

Outra influência do NCM se expressa por meio dos modelos do Ciclo Real de Negócios, que também buscam no arcabouço neoclássico explicações para as flutuações econômicas. Esses modelos partem do pressuposto de que os mercados são estáveis, no entanto estão sujeitos à influência de *choques externos*, isto é de fatores exógenos capazes de provocar ciclos econômicos. Tais choques podem ser provocados por distorções realizadas por mudanças na política econômica, mas podem decorrer também de rupturas tecnológicas, que alterem de forma permanente a produtividade (Gonçalves, 2017). Esses modelos convergem com os pressupostos Novo Clássicos da neutralidade da moeda e de agentes representativos seguidores das expectativas racionais.

Gonçalves (2017, p. 24) afirma que

Nas fases de boom os trabalhadores prefeririam trabalhar mais devido às melhores remunerações. Seguindo essa lógica, nas recessões, os indivíduos prefeririam trabalhar menos, já que os salários são reduzidos. Percebe-se, assim, a lógica Nova Clássica do desemprego voluntário ao longo dos ciclos econômicos. A principal recomendação de política econômica, segundo esses modelos, é de que o governo não deve responder aos movimentos cíclicos da economia com mudanças na política econômica. Se o desemprego estiver elevado, argumentam que essa é uma resposta eficiente ao fato de que a produtividade está baixa. Tendo isso em vista, a única reação cabível ao governo seria em termos de melhorar a produtividade, reduzindo custos de transação, promovendo inovação e estimulando a competitividade. Contudo, defendem que essas ações deveriam ser implementadas em qualquer fase do ciclo, não podendo ser consideradas, assim, uma resposta a crises econômicas.

O NCM também foi influenciado pela Escola Novo-Keynesiana, que emergiu na década de 1980, divergindo da escola Novo Clássica e do modelo do Ciclo Real de Negócios, principalmente por considerar a rigidez de preços e salários, cuja inspiração se deveu à interpretação neoclássica da Teoria Geral de Keynes. Assim, admitiam a possibilidade de existência de falhas no funcionamento do mercado que impediriam a economia de alcançar o

---

<sup>39</sup> Lei de equilíbrio dos mercados proposta por Jean-Baptiste Say no início do século XIX, que fundamentou a teoria econômica liberal, sustentando a ideia de que a produção de um bem cria as condições de demanda de outros bens (toda oferta cria a sua própria demanda). Com preços e salários flexíveis e moeda neutra (moeda funcionando apenas como meio de troca), as condições de oferta ditariam automaticamente as condições de demanda da economia. Assim, a poupança dos agentes que não estivessem dispostos a gastar se converteria em fundos para empréstimos aos que demandassem para realizar investimentos.

equilíbrio ótimo no curto prazo. Em função disso, os teóricos novo-keynesianos<sup>40</sup> buscam nos fundamentos microeconômicos, como a rigidez no mercado de trabalho e na formação de preços em concorrência imperfeita, a explicação para que, no curto prazo, mudanças na política econômica levem a alterações no produto em termos reais, com impactos no nível de emprego e renda. O que esses autores fazem é, de fato, recuperar da síntese neoclássica de Keynes a ideia de que, no curto prazo, a curva de oferta é positivamente inclinada e que variações da demanda levam a modificações reais no nível de produto e do emprego.

No que diz respeito ao longo prazo, os autores dessa escola comungam da mesma ideia dos novos clássicos quanto à neutralidade da moeda e da unicidade do ponto de equilíbrio. Assim, mudanças de curto prazo não se manteriam no longo prazo, sendo revertidas e compensadas por mudanças dos preços em termos nominais. Dessa forma, os choques econômicos de curto prazo são considerados distorções no sistema de informação<sup>41</sup> do mercado, podendo prejudicar o desenvolvimento ao longo do tempo.

A existência do desemprego tem como explicação as características estruturais do mercado de bens. Os autores novo-keynesianos também mantêm o conceito de *taxa natural de desemprego*, equivalente à NAIRU<sup>42</sup>, proposto por Milton Friedman na reformulação da TQM. Esses autores reconhecem a possibilidade de existência de uma taxa de desemprego provocada por fatores microeconômicos, a exemplo de problemas informacionais da oferta de vagas, portanto, ela não seria necessariamente *voluntária*.

A teoria novo-keynesiana trabalha com a ideia de ciclos econômicos nos quais os choques de demanda provocariam respostas subótimas aos ajustes de preços, “[...] configurando diferentes pontos de equilíbrio em situações de falhas de mercado. Dessa maneira, esses autores explicam a existência de pontos de equilíbrio com ‘taxas naturais de desemprego’ pela própria estrutura de mercado.” (Gonçalves, 2017, p. 25).

Os novo-keynesianos aceitam a Hipótese das Expectativas Racionais, porém em condições de mercado diferenciadas daquelas previstas pelos novos-clássicos, visto que

---

<sup>40</sup> Entre os novos keynesianos destacam-se Joseph E. Stiglitz e Andrew Weiss, autores de artigo clássico *Credit rationing in markets with imperfect information*, no qual apresentam um modelo de racionamento de crédito que inclui tanto o efeito risco moral quanto o efeito seleção adversa.

<sup>41</sup> Os autores dessa escola consideram que a informação é assimétrica e não está disponível para os indivíduos sem custos desprezíveis.

<sup>42</sup> Expressão em inglês *non-accelerating inflation rate of unemployment* que equivale a uma taxa de desemprego que seria observada no equilíbrio de mercado, qual seja, um nível de desemprego que não desencadeie um processo inflacionário, o que é coerente com o pensamento neoquantitativista que atribui a elevação das taxas de inflação ao excesso de demanda decorrente da elevação do nível de emprego.

rechaçam a hipótese de *market clearing*<sup>43</sup>, além de desenvolver modelos econômicos de concorrência imperfeita (com existência de agentes formadores de preços e com poder de mercado diferenciados) mais complexos, na tentativa de fazer a aproximação da teoria à realidade, contudo, sem alterar de forma significativa as recomendações de política econômica, que seguem alinhadas ao pensamento ortodoxo dos novos-clássicos.

Apesar de terem se materializado em medidas de política econômica, a partir da década de 1990, as ideias ortodoxas já estavam sendo gestadas nos *think thanks* estadunidenses e ingleses desde os anos 1940. Em geral, esses centros são financiados por grandes corporações privadas e possuem ramificações em renomadas universidades, partidos políticos e na mídia.

Mesmo no período áureo do keynesianismo (com predomínio do fiscalismo da síntese neoclássica de Keynes) e do *welfare state*, essas instituições conseguiram manter a influência das ideias liberais, tornando-se hegemônicas, com a efetiva participação dos *think thanks* conservadores ingleses e americanos na eleição de Margaret Thatcher, em 1979, e na ascensão de Ronald Reagan em 1980, dando início ao período de hegemonia do pensamento econômico ortodoxo, proponente de uma suposta redução do papel do Estado na economia e do continuado processo de supressão dos direitos sociais e coletivos.

As formulações teóricas desses centros estavam em perfeita sintonia com as proposições políticas que emergiram no final dos anos 1970, para as quais a redução da participação do Estado na economia e o livre funcionamento dos mercados convergiram para o ponto de equilíbrio ótimo. Na perspectiva estritamente econômica, o baixo crescimento do produto, a aceleração das taxas de inflação e o crescente endividamento público, com a crise fiscal dos Estados Nacionais, foram consideradas evidências empíricas do esgotamento das políticas keynesianas e da inviabilidade do Estado do Bem Estar Social. É também nesse contexto que recrudescer a valorização da ação individual, introduzindo a ideia de meritocracia que reforça uma visão abstrata de justiça, a qual preconiza que cada indivíduo ocupa determinada posição social, segundo seu próprio esforço, capacidades pessoais e mérito.

Nessa perspectiva, não há espaço para a política fiscal expansionista, tampouco para políticas de renda. Cabe à política fiscal empreender o esforço de geração do superávit necessário para honrar o *compromisso* com os *investidores*. Assim sendo, a atuação do Estado mediante a política fiscal fica circunscrita à ação estabilizadora capaz de mitigar as distorções

---

<sup>43</sup> *Market clearing* diz respeito à condição de equilíbrio entre oferta e demanda em conformidade com a Lei de Say, com os mercados tendendo à plena utilização dos fatores de produção, incluindo o pleno emprego da força de trabalho.

do mercado, bem como manter a oferta dos serviços públicos básicos, como a segurança pública interna e externa e os serviços judiciários.

Segundo a concepção ortodoxa, a atuação estatal deveria ficar restrita à oferta de bens e serviços públicos *puros*, ou seja, àqueles que os possíveis usuários não possam ser excluídos pela cobrança. Todos os demais bens e serviços públicos prestados pelo Estado deveriam ser deixados a cargo da livre iniciativa, razão pela qual tem-se sistematicamente a defesa da privatização dos setores de saúde e educação, que, embora sejam considerados bens meritórios<sup>44</sup>, podem ser ofertados pela iniciativa privada com exclusão do consumo mediante a cobrança. Na perspectiva teórica do Novo Consenso, não cabe a intervenção estatal para promover ajustamentos na alocação de recursos.

Na década de 1990, tornou-se evidente o esforço no sentido de sintetizar as proposições teóricas das escolas de viés ortodoxo, hegemônicas na visão do *mainstream*, conhecidas como NCM<sup>45</sup>, no qual foram incorporadas as ideias dos Novos Clássicos, dos Novos Keynesianos e do Ciclo Real de Negócios, no intuito de aproximar a teoria das proposições de política econômica de diferentes governos, conforme salientou Blanchard (1997)<sup>46</sup>. No entanto, o processo inverso também se verificou, uma vez que os *policy makers* buscaram respaldo na teoria econômica para legitimar suas ações. De fato, essa nova *síntese neoclássica*, hegemônica no debate econômico dos anos 1990, se constituiu na base teórica para implementação de Regimes Macroeconômicos em diferentes países, inclusive no Brasil, nos quais se materializaram numa nova geração de planos de estabilização, a exemplo, do Plano Real abordado no capítulo anterior.

O deslocamento da teoria Keynesiana na sua versão da síntese neoclássica e do monetarismo na formulação neoquantitativista, de Milton Friedman, implicou a mudança de eixos de análise. Eram centrais nessas abordagens os efeitos do déficit público sobre a inflação e o balanço de pagamentos (déficits gêmeos), além dos impactos do gasto público na demanda agregada e nos investimentos privados decorrentes do *crowding out*. Na perspectiva do NCM,

---

<sup>44</sup> Bens meritórios ou semipúblicos são aqueles bens que, embora possam ser ofertados pelo setor privado, acabam sendo disponibilizados também pelo setor público, em função de sua importância social. São situações em que deixada a oferta somente a cargo da iniciativa privada, ter-se-ia uma alocação insuficiente de recursos destinada à oferta de tais bens e serviços ao conjunto da sociedade, principalmente para as camadas sociais de menor renda, sem recursos financeiros suficientes para remunerar os fornecedores/prestadores, a exemplo da educação e da saúde públicas.

<sup>45</sup> Por seguir os princípios da escola clássica (na verdade neoclássica), muitos autores caracterizam o NCM como uma *nova síntese neoclássica*, numa referência à corrente econômica hegemônica no pós-guerra, notadamente a partir dos anos 1950.

<sup>46</sup> Para uma distinção entre essas abordagens, ver Blanchard (1997).

os novos eixos abrangem três dimensões: a sustentabilidade da dívida, a busca da credibilidade da política econômica e a definição de regras fiscais para o controle das contas públicas.

A sustentabilidade da dívida pública, enquanto âncora das expectativas dos agentes, exigiu maior controle das contas públicas e, portanto, a centralidade da política fiscal<sup>47</sup> para a garantia da continuidade da valorização do capital. Essa necessidade de controle das contas públicas se deve ao comportamento dos agentes, segundo os modelos de expectativas racionais, para os quais o fator primordial é a avaliação das condições de valorização dos ativos no contexto de mobilidade de capitais.

Segundo o *mainstream*, a credibilidade da política fiscal decorre de uma política econômica considerada *responsável* pelos investidores, tidos como agentes racionais, que formam expectativas em relação a *performance* das contas públicas. A credibilidade da política fiscal constitui condição indispensável para restaurar e manter a confiança dos investidores que, desta forma, admitem reduzir o prêmio de risco, retomar os investimentos e, conseqüentemente, favorecer o financiamento do balanço de pagamentos e a estabilidade da taxa de câmbio (Lopreato, 2006a).

A defesa da sustentabilidade da dívida e de regras fiscais para controlar a dívida pública requerem a produção de elevados superávits primários e a contenção da discricionariedade na utilização da política fiscal, de forma distinta da visão Keynesiana de política fiscal. As referências das políticas keynesianas foram questionadas pelos teóricos do *mainstream* que passou a vigorar a partir dos anos 1980, destacando-se Lucas (1972, 1976), Sargent; Wallace (1975) e Lucas; Sargent (1994). Nas suas abordagens, esses autores questionaram as proposições contidas nos modelos da síntese neoclássica de Keynes, para os quais o padrão de comportamento dos agentes não seria alterado nas situações decorrentes de mudanças na política econômica. Contrapondo-se a esse fundamento keynesiano, esses teóricos formularam a abordagem das expectativas racionais.

Essa abordagem condiciona as autoridades econômicas a avaliarem os impactos das medidas políticas adotadas sobre as expectativas dos agentes, visto que esses reagem de acordo com a avaliação que realizam sobre a política e o contexto econômico, a partir de critérios relacionados à política vigente e à credibilidade na manutenção da estratégia implementada. Nessa perspectiva, contestou-se a viabilidade de uma política econômica que fosse capaz de

---

<sup>47</sup> “No plano internacional, a liberalização financeira deu novos contornos analíticos à política fiscal. As aplicações financeiras ao redor do mundo e as constantes reavaliações de *portfólios* redefiniram os espaços de valorização do capital e acentuaram o seu caráter especulativo.” (Lopreato, 2006a, p. 2)

administrar a demanda agregada e ao mesmo tempo modificar condições e estratégias para realizar o objetivo da política.

Desdobra-se dessa perspectiva a definição do regime de política econômica como pressuposto fundamental, considerando-se que explicita a condução das medidas a serem implementadas, decorrentes de políticas com regras fixas, reduzindo a instabilidade e criando a possibilidade de um horizonte de equilíbrio no longo prazo, definindo que as regras estabelecidas serão observadas em todos os períodos, o que validaria as expectativas e os resultados desejados. Além disso, o regime de política econômica seria mantido pela instituição da autonomia operacional da AM.

Conforme afirma Lopreato (2006a, p. 6),

Esta visão teórica foi, de certa forma incorporada, em diferentes graus, na gestão da política econômica de vários países. As políticas ativistas perderam força e recebeu atenção a proposta de construção de um regime de política econômica, com a definição de regras e de instituições responsáveis por manter políticas sem problemas de consistência temporal, ou seja, em condições de convalidar as expectativas e estabelecer o ambiente propício à ação dos agentes privados. Pois, caso as medidas não correspondam ao que o mercado espera do movimento futuro da economia, crescem as turbulências e a política econômica é colocada em xeque.

Os países emergentes, como o Brasil, foram levados à integração no circuito de valorização do capital internacional como participantes do mercado financeiro mundial. Isso implicou modificações na institucionalidade do país para credenciar-se à recepção de capitais (notadamente aplicações de *portfólio*). Desse modo, alterou-se a gestão da política macroeconômica visando à estabilidade e à remuneração esperada do capital sob a hegemonia da lógica financeira internacional, portanto, com o comprometimento do regime de política econômica atrelada às expectativas dos investidores, independente de possíveis crises financeiras e da mudança de governo dos países. Sendo assim, emergiu dessa conjuntura a afirmação da política fiscal como garantidora da crescente participação das despesas financeiras no orçamento, assumindo a função de âncora para valorizar o capital e reduzir o chamado risco país.

Após a crise da dívida externa dos anos 1980, com o retorno dos fluxos de liquidez no mercado financeiro internacional, a política fiscal foi alvo de maior monitoramento nos países emergentes. Foram prescritas e adotadas medidas de contenção dos gastos públicos, diante do cenário de redução dos controles de capitais, das mudanças ocorridas na avaliação de risco pelos investidores e do processo de rolagem da dívida pública com taxas reais de juros mais elevadas. Isso decorreu da eliminação das taxas de juros seletivas no contexto de desregulamentação dos mercados financeiros nacionais.

A mudança de ênfase na política fiscal no Brasil, com a exigência da produção de superávit primário para manter a relação dívida/PIB assumiu papel primordial em relação ao resultado operacional, que procurava medir o impacto do gasto público sobre a demanda agregada. Essa imposição passou a ocupar lugar central nas agendas dos organismos multilaterais, conforme destaca Lopreato (2004, p. 130):

O controle da política fiscal a partir dos anos 80 sofreu alterações em relação às condições dominantes na fase anterior. O debate sobre as implicações do déficit público na demanda agregada perdeu o papel central que ocupava e foi relegado a um plano secundário. As questões de longo prazo relativas ao tamanho apropriado do setor público e à construção de regras duradouras na condução da política econômica ganharam destaque na agenda das agências multilaterais. As reformas estruturais e a introdução de regras fiscais e monetárias assumiram o *status* de princípios fundamentais na formação de um ambiente favorável à expansão do setor privado. A construção deste cenário econômico pró-mercado provocou a revisão dos critérios anteriores de avaliação da política fiscal e a definição de outros parâmetros na condução da política econômica e no monitoramento dos programas de ajuda financeira das agências internacionais.

A centralidade da política fiscal, na visão do NCM, foi introduzida de forma mais explícita no Brasil no início da década de 1990, ainda na fase preparatória do Plano Real e prevaleceu durante os governos FHC I e II, Lula I e II e Dilma/Temer, impondo a necessidade de permanente ajuste fiscal (com obtenção de elevados superávits primários), e elegendo-o como pilar da estabilidade macroeconômica. A utilização do conceito de NFSP, como indicador da solvência, revelou-se insuficiente por não permitir projetar o percurso fiscal futuro. É o conceito de sustentabilidade da dívida que se apresenta como mais eficaz, dado que abrange o comportamento esperado da relação dívida/PIB e serve de alerta no caso de aumento da dívida, indicando a necessidade de mudanças na política fiscal para obter o superávit primário necessário à estabilização do quociente dívida/PIB e sustentar a estabilidade macroeconômica.

Apesar da afirmação sobre a qualidade prescritiva do conceito de sustentabilidade, a dinâmica das economias emergentes envoltas em situações de incertezas econômicas decorrentes da própria relação estabelecida entre economias centrais e periféricas do capitalismo, indicam os limites das proposições acerca da sustentabilidade da dívida. O reconhecimento dessas variáveis levou a ampliar o escopo das investigações sobre a trajetória das finanças públicas, incluindo:

A análise da estrutura da dívida pública, a qualidade da receita e do gasto público e as obrigações potenciais do setor público – como a crise eventual do sistema bancário, as operações fiscais não registradas em balanço, o suporte às corporações, futuras obrigações previdenciárias, etc. – passaram a fazer parte do conjunto de informações cruciais sobre a situação fiscal (Lopreato, 2006a, p. 9).

De acordo com a abordagem neoquantitativista, de Milton Friedman, a inflação era tida como um fenômeno eminentemente monetário, que resultava da expansão da oferta



monetária destinada à cobertura dos déficits orçamentários do setor público. Desse modo, o controle da expansão dos preços poderia ser obtido se o crescimento da oferta de moeda fosse contido pelas Autoridades Monetárias, que deveriam manter a meta de expansão dentro dos limites previamente anunciados. Para Friedman, as Autoridades Monetárias se defrontavam com o *trade off* entre o ritmo de redução das taxas de inflação com a contração monetária e os custos da elevação do nível de desemprego, ou seja, os custos da desinflação.

Na abordagem do monetarismo, sob a perspectiva do Novo Consenso, a política fiscal contracionista ganhou importância também como pilar da política monetária, ficando subsumida a esta, enquanto variável auxiliar no controle do nível de preços, nas situações em que a elevação da taxa de juros viesse a afetar a credibilidade da dívida. Sob essa ótica, as autoridades não deveriam utilizar a política monetária como forma de controlar a inflação. Neste caso, a alternativa seria elevar o esforço fiscal (ou seja, ampliar o superávit primário) para alcançar o ajuste intertemporal das contas públicas, visto que a *âncora fiscal* é considerada instrumento eficaz para afastar a ameaça de *default* e alterar a percepção de risco por parte dos investidores.

Esses dois fatores são fundamentais para manter a demanda pelos títulos públicos e, em decorrência, o fluxo de capitais externos. Isto remete à constatação empírica de que a política de contração monetária não caminha isoladamente, mas foi acompanhada da ampliação do esforço de consolidação fiscal na maioria das situações vivenciadas no país nas últimas décadas, o que permite identificar claramente uma interação entre as variáveis da política fiscal e da política monetária, sendo a primeira subordinada à segunda na abordagem da adoção de regras, quando comparada às políticas discricionárias.

A partir da literatura sobre *time-consistency*, a visão teórica dominante formou relativo consenso de que a adoção de regras na condução da política monetária tem enormes vantagens. O ganho de credibilidade favorece o desempenho econômico e elimina o viés inflacionário atribuído às políticas discricionárias. A efetividade das metas programadas, entretanto, requer a presença de um Banco Central em condições de conduzir a política monetária com elevado grau de independência. Além disso, não devem prevalecer sintomas graves de dominância fiscal (Masson et al., 1997). A consequência é que o modelo de metas de inflação para ganhar credibilidade, exige ações capazes de eliminar a dominância fiscal, envolvendo a busca de melhores resultados e a criação de instituições responsáveis pelo controle das contas públicas (Eichengreen, 2002). (Lopreato, 2006a, p. 14).

Embora na abordagem do NCM a política fiscal esteja subordinada à política monetária, ainda assim, ela é considerada central, porém deixa de ocupar a função primordial da política macroeconômica. Os críticos da política fiscal discricionária entendem que seus efeitos sobre a demanda agregada são pouco significativos, no contexto de prevalência das

expectativas racionais, por essa razão defendem que os condutores da política macroeconômica se abstenham de lançar mão de políticas de expansão do gasto público.

Para autores, como Taylor (2000) e Eichengreen (2002), a ação da política fiscal a cargo do estabilizador automático seria mais eficaz e consistente em relação aos objetivos de manutenção dos níveis de preços, com a vantagem de seguir regras já instituídas de maneira recorrente. Essa abordagem tem sido hegemônica e reiterada pelo Comitê de Política Monetária do BCB nos últimos anos e, de igual modo, tornou-se o fundamento teórico das proposições dos organismos multilaterais para a política econômica na América Latina e Caribe, como observa Lopreato (2006a, p. 15):

A ação fiscal anti-cíclica nos países emergentes é vista com olhos ainda mais críticos. A análise de Gavin et al. (1996), que mostra o efeito pró-cíclico e amplificador das flutuações do produto da política fiscal na América Latina e no Caribe, serviu de indicação a Perry (2002) de que as autoridades econômicas desses países não deveriam gozar de liberdade nas decisões orçamentárias. As pressões de ordem política e a falta de instituições orçamentárias fortes seriam os fatores responsáveis pela falta de superávits na fase de crescimento e pelos resultados fiscais insustentáveis, com implicações negativas na credibilidade da política fiscal. O autor propõe que é preciso restringir o espaço de decisão das autoridades orçamentárias, adotando regras fiscais e estabelecendo metas de superávits estruturais capazes de eliminar o viés deficitário e o caráter pró-cíclico da política fiscal, para só então criar as condições de uso dos estabilizadores automáticos.

### 3.3 Processo de construção da Nova Âncora

Na continuidade da crise cambial iniciada com a moratória da Rússia, em agosto de 1998, a situação macroeconômica do Brasil se agravaria dramaticamente. Além da âncora monetária substituída ainda no início do Plano Real, a âncora cambial terminaria, formalmente, sendo derrogada em 1999. O verdadeiro pilar de sustentação da nova moeda encontrava-se na manutenção de taxas de juros elevadas, que de fato vigoraram desde março de 1995. Restou ao País, no início de 1999, como herança, um elevado grau de vulnerabilidade externa, combinado com o aprofundamento da dívida pública intensificado a partir da introdução do RMI.

O modelo de estabilização, que vigorou a partir de 1999, teve sua construção iniciada ainda em 1998, com o *Memorando de Política Econômica*, de 13 de novembro de 1998, encaminhado ao diretor-gerente do FMI, Michael Candessus, cabendo aos condutores da política econômica se comprometerem com o seu cumprimento. O conteúdo do Memorando revelava que ainda não havia por parte do governo, até aquele momento, uma clara intenção de modificar profundamente o modelo de estabilização e a política econômica em vigor desde o início do Plano Real.

A tentativa de realizar o ajuste, sem modificar substancialmente a política econômica, evidenciou-se no compromisso assumido de “[...] manter o regime cambial (com liberdade de movimentação de capitais), avançando na abertura gradativa da banda” e de continuar utilizando a política monetária, ao fazer uso de taxas de juros elevadas, quando necessário, para obter baixas taxas de inflação (Brasil, 1998). Para isso, seria imprescindível a manutenção da política cambial até então vigente. Nesse sentido, os condutores da política econômica seguiram fiéis ao receituário ortodoxo, não alterando a política cambial e mantendo a possibilidade de lançar mão da política monetária para conter a inflação<sup>48</sup>.

Desse modo, modificaram o regime fiscal, ao se comprometerem com um *ajuste confiável*, sustentado na geração de superávits primários crescentes pelo setor público consolidado, o que exigiu maior compromisso não apenas do governo central, mas também de estados, municípios e empresas estatais. Buscou-se com esse compromisso imposto a todos os entes da federação, ampliar a geração de superávit primário<sup>49</sup>. Para Oliveira (2012, p. 190):

[...] com o acordo comprometia-se, o governo, a substituir um quadro de desequilíbrios acentuados das contas públicas por outro em que a responsabilidade com o seu saneamento e o ingresso do setor público numa trajetória de geração de saldos orçamentários positivos tornavam-se compromissos sagrados de deter/reverter o crescimento da relação dívida/PIB.

Para alcançar tal objetivo, o memorando estabelecia o compromisso com uma meta de resultado primário superavitário em 2,6% do PIB em 1999, com o esforço distribuído entre Governo Central, 1,8%; estados e municípios, 0,4%; e empresas estatais, 0,4%. No ano de 2000, a meta passou para 2,8% do PIB, e a contribuição do Governo Central foi elevada para 2,0% do produto; as unidades subnacionais passaram para 0,5% do PIB, enquanto as empresas estatais foram comprometidas com um resultado positivo de 0,3%. No último ano do acordo<sup>50</sup>, a meta para o conjunto do setor público foi elevada para 3% do produto, definindo-se um resultado positivo de 2,3% do PIB para a União, enquanto os estados e as empresas estatais responderiam por 0,5% e 0,2% do produto respectivamente.

Nessa primeira etapa do modelo de estabilização endossada pelo FMI, o governo central procurou ajustar o papel da política fiscal às exigências daquela instituição, introduzindo no modelo o compromisso com a geração de resultados primários superavitários e a estabilidade

<sup>48</sup> Proposição típica da teoria novo-clássica, hegemônica nas diretrizes emanadas pelas organizações multilaterais, como FMI, BIRD e Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE).

<sup>49</sup> Ressalta-se que o resultado primário foi em média superavitário em 0,93% do PIB entre 1994 e 1998 (ver Tabela 7).

<sup>50</sup> O compromisso fora firmado para vigorar de 1999 a 2001.

da dívida, porém conservando o sistema de bandas cambiais (apenas alargando-as) e a mesma concepção de política monetária.

O documento de novembro de 1998 elencava as principais medidas já tomadas e enumerava as providências em andamento para assegurar o empenho dos demais entes da federação, notadamente estados e municípios, com o esforço na consecução do ajuste proposto pelos condutores da política econômica.

Conforme Oliveira (2012, p. 191-192), destacaram-se:

- a) a revisão do Projeto de Lei Orçamentária Anual para 1999, com nova proposta encaminhada ao Congresso, no dia 09/11, em substituição à anterior, com cortes significativos de despesas e economia esperada de recursos equivalente a R\$ 8,7 bilhões.
- b) aprovação da reforma administrativa (EC 19, de 19/06/98) e da previdenciária, que se encontrava na fase final de votação no Congresso (EC 20, de 15/12/98), cujos ganhos estimava-se que, apesar de pequenos no curto prazo, seriam crescentes no tempo.
- c) o aumento de impostos e de contribuições, com elevação da alíquota da CPMF de 0,2% para 0,3%; da COFINS, de 2% para 3%, com a criação de um adicional de nove pontos percentuais, por um período de cinco anos, da contribuição para o plano de aposentadoria dos servidores públicos da ativa cobrados sobre o valor do salário que excedesse R\$ 1.200; e da extensão da contribuição previdenciária para os pensionistas do setor público, a alíquota de 11% para os que ganhavam até R\$ 1.200, e de 20% para os demais, sendo este adicional também cobrado por um período de cinco anos.
- d) o compromisso com o envio do projeto de Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) para o Congresso até o mês de dezembro e de sua aprovação, com o objetivo de disciplinar as finanças dos governos em geral, com o estabelecimento de regras de uma gestão fiscal responsável, cujo descumprimento estaria sujeito a punições.

O montante do ajuste previsto para 1999 era de aproximadamente R\$ 28 bilhões, considerando-se o aumento de receita de R\$ 15,8 bilhões (56% do total do ajuste) e cortes de gastos do orçamento da ordem de R\$ 8,7 bilhões (31%), além de ganhos esperados com as reformas administrativa e previdenciária e a prorrogação do Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) estimado em R\$ 3,5 bilhões (13%).

Esses ganhos previstos dependiam de amplas negociações com o Parlamento e, em alguns casos, exigiam alterações da legislação em temas bastante sensíveis politicamente, como era o caso da taxação dos servidores públicos, bem como sua extensão a aposentados e pensionistas. Outros eram cercados de incertezas, como os cortes orçamentários, a redução dos gastos propiciada pelas reformas previdenciária e administrativa e o obtido com a prorrogação da CPMF.

As expectativas dos condutores da política econômica foram parcialmente frustradas com a rejeição da Medida Provisória (MP) nº 1.720, de 25 de novembro de 1998, que ampliava a contribuição previdenciária dos servidores da ativa e estendia a cobrança aos aposentados e pensionistas, o que significou, para os propósitos do governo, uma perda de receitas da ordem

de R\$ 2,5 bilhões para 1999. A aprovação do aumento da alíquota da CPMF estava atrasada, bem como a apreciação do orçamento revisado pelo Congresso, indicando que não poderiam contar com a certeza<sup>51</sup> de que os cortes de R\$ 8,7 bilhões seriam aprovados (Oliveira, 2012).

A rejeição do aumento de alíquotas previdenciária dos servidores públicos e o atraso na aprovação da CPMF forçaram a adoção de novas medidas com a finalidade de reverter as expectativas pessimistas, levando o governo a executar algumas ações compensatórias no final do ano, como a elevação da alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) de 8% para 12%, além de estender sua incidência para as instituições financeiras. Também foi criada no mesmo período, uma alíquota adicional do Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF), cuja vigência deveria se estender até o início da cobrança da CPMF e o aumento dos cortes nos gastos da União.

O cenário marcado por incertezas sobre o novo regime fiscal fez com que a fuga de capitais se mantivesse intensa, elevando as pressões externas e do próprio FMI, para que fossem promovidas mudanças na política fiscal. Esse quadro seria agravado com a suspensão do pagamento da dívida do estado de Minas Gerais com a União, negociada nos termos da Lei nº 9.496/1997, em 6 de janeiro de 1999. A possibilidade de que esse comportamento fosse seguido por outras unidades da federação em dificuldades financeiras contribuiu para gerar temor de um *default* generalizado, portanto aumentou ainda mais a desconfiança e aprofundou a crise.

Nesse contexto, o Chefe do Executivo Federal substituiu, em 12 de janeiro, o então Presidente do Banco Central, que representava a principal linha de resistência à mudança da política cambial. O substituto que permaneceu na presidência do BCB por apenas duas semanas introduziu o denominado *sistema de banda diagonal endógena*, cujo significado prático seria operar o sistema a partir de então, com mecanismos que fossem capazes de ajustar mais rapidamente a paridade real do câmbio.

A correção da banda cambial, em 13 de janeiro de 1999, de R\$ 1,20 para R\$ 1,32, ficou aquém do que era esperado, algo em torno de 30%, levando a reações negativas, com aumento da pressão sobre a moeda nacional, o que fez com que no dia seguinte a cotação se

---

<sup>51</sup> Com a incerteza sobre os resultados concretos que pudessem representar a principal mudança no modelo de estabilização, ou seja, o aprofundamento do ajuste fiscal, os capitais externos continuaram a se retirar do País, a despeito do socorro que foi rapidamente disponibilizado à Rússia pelos organismos internacionais. Em dezembro de 1998 as reservas ficaram abaixo de US\$ 40 bilhões, somente retornando a US\$ 44,6 bilhões, no conceito de liquidez internacional com a liberação, pelo FMI, da primeira parcela do empréstimo negociado no valor de US\$ 9,3 bilhões. Em função disso, a taxa de assistência do Banco Central, a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN), que havia sido elevada para 49,75% no auge da crise russa manteve-se extremamente elevada, apenas sendo reduzida para 43,25% entre 12/11 até 12/12 e para 36% entre 17/12/1998 e 17/01/1999, quando foi novamente elevada para 41 % devido à crise e extinção do sistema de bandas cambiais (Oliveira, 2012).

aproximasse do teto, atingindo R\$ 1,3195, obrigando o BCB a realizar grandes intervenções e vender algo em torno de U\$\$ 3,2 bilhões em um único dia. Com a continuidade do movimento de elevação do câmbio e àquela altura já sem reservas suficientes para defender o teto da banda, a AM absteve-se de realizar intervenções em 15 de janeiro e o câmbio fechou a R\$ 1,4659, correspondendo a uma desvalorização de 11% no dia e de 21,3% no ano. No dia 18 do mesmo mês, foi anunciado formalmente o abandono do sistema de bandas e a adoção do regime de câmbio flutuante (Oliveira, 2012).

O novo modelo de estabilização que vigoraria a partir de 1999, em substituição ao que fora adotado entre 1994-1998, sustentado no chamado *tripé* macroeconômico: câmbio flutuante, regime de metas de inflação e *superávits fiscais primários*, não surgiu como uma peça cuja elaboração pudesse ser considerada acabada, com integração harmônica de seus componentes. Ao contrário, sua construção demandou aproximadamente seis meses desde que um de seus principais pilares, a política de austeridade fiscal, foi aprofundada pelo governo, constituindo-se em compromisso central dos *policy makers* com a sua implementação.

De fato, o governo FHC acatou sem maior resistência e até mesmo com uma certa dose de entusiasmo<sup>52</sup> a política de austeridade fiscal, numa conjuntura de crescimento da dívida pública, principalmente após a desvalorização cambial e também a redução dos ativos privatizáveis, a despeito dos seus conhecidos efeitos adversos, como o baixo crescimento econômico e o subinvestimento, mas não se mostrou disposto a abdicar da âncora cambial como mecanismo de represamento dos preços, o que fez tardiamente, por imposição do mercado. Como afirma Oliveira (2012, p. 209-210):

Isso só iria ocorrer porque o mercado, insatisfeito com o nível de correção da banda cambial trataria de sepultar, em janeiro este regime e impor o de câmbio flutuante. Como consequência, sem mais poder contar com o câmbio como âncora dos preços, o governo será forçado a buscar seu substituto, dando origem ao regime de metas inflacionárias, cuja construção vai, no entanto, demandar algum tempo, à medida que serão necessárias mudanças institucionais e ajustamentos nos instrumentos de política monetária para o Banco Central administrá-lo de forma eficiente.

Desse modo, verifica-se que o modelo que passou a vigorar a partir de 1999, foi erigido em duas etapas. Uma, chancelada pelo FMI, quando buscou adequar o papel da política fiscal às imposições daquela instituição. Inicialmente, foi introduzido no modelo o compromisso com a geração de superávits primários e de sustentabilidade da dívida pública, porém ainda mantendo o sistema de bandas cambiais e o mesmo conteúdo da política monetária. Na outra

---

<sup>52</sup> Entusiasmo advindo de sua *conversão ao credo liberal, do pensamento único* externado na sua opção de negar a importância do Estado, verbalizada em seus discursos sobre a necessidade de enterrar em definitivo a *Era Vargas*, o planejamento e a intervenção estatal nos diferentes setores da economia.

etapa, a consolidação que se verificou após a desvalorização do câmbio, com implicações inclusive na questão fiscal, levando a comprometer várias metas acordadas inicialmente com o FMI, possibilitou avançar na construção da forma final do modelo, que seria capaz de compatibilizar a política de austeridade fiscal, com câmbio flutuante e o regime de metas inflacionárias. Nesse cenário, tornou-se imperativa a necessidade de revisar o acordo com o Fundo e principalmente de produzir-se uma nova institucionalidade<sup>53</sup> da política econômica.

O fato de os principais termos do acordo com o FMI terem sido modificados ainda na primeira revisão, realizada em março de 1999 e nas outras revisões ao longo daquele ano, e também as razões para a política econômica atuar com debilidades no manejo da política cambial e monetária por certo período, podem ser melhor compreendidos considerando-se que o modelo fora inicialmente formulado, visando incorporar o compromisso com a produção de resultados primários positivos e o controle sobre o crescimento da dívida pública em relação ao produto. Com a mudança para o regime de câmbio flutuante, a estrutura do modelo teve que ser alterada para absorver e conciliar suas variáveis com o novo regime cambial e o de metas inflacionárias, que não constavam dos planos do governo, portanto, não eram parte do acordo original firmado com o FMI.

### **3.4 Concepção e conteúdo do Regime de metas de inflação**

A partir dos modelos de estabilização inspirados no *Consenso de Washington*, o conceito relevante passou a ser o de resultado primário, pois o que de fato veio a importar foi o esforço para honrar a remuneração dos *investidores*, bem como controlar o crescimento da dívida pública em relação ao produto. Isso caracterizou uma mudança em relação aos acordos firmados com o FMI no início da década de 1980, quando o resultado relevante era o operacional.

O objetivo buscado à época era medir o impacto dos gastos públicos sobre a demanda agregada, ou seja, a absorção interna, no contexto de redução da atividade econômica doméstica combinada com a ampliação das exportações, visando à obtenção de divisas para honrar os compromissos com os credores internacionais, na conjuntura de interrupção dos fluxos voluntários de liquidez, sobretudo a partir da moratória mexicana em agosto de 1982.

---

<sup>53</sup> Além da perda da política fiscal como instrumento de controle da demanda agregada, outra implicação dessa nova institucionalidade foi a autonomia operacional do Banco Central, que, no caso do Brasil, pode-se afirmar que foi instituída de fato, em 1999, e formalmente aprovada pelo Congresso Nacional em 2021, por conversão de Projeto de Lei Complementar de iniciativa de membros do parlamento.

A meta de geração dos contínuos superávits primários desnudou o mecanismo de valorização da riqueza, mediado e impulsionado pelos Estados Nacionais, por meio do sistema da dívida utilizada para controlar a oferta de moeda, cujo excesso é atribuído ao desequilíbrio fiscal, razão pela qual a obtenção de elevados resultados primários superavitários, em níveis suficientes para não permitir o crescimento da dívida, tornar-se-ia uma cláusula *pétrea* no atual regime de metas inflacionárias.

O regime de metas de inflação se baseia no estabelecimento<sup>54</sup> prévio de uma meta de inflação por prazo previamente determinado e no compromisso explícito da AM com o seu cumprimento. Esse regime se tornou a principal estratégia de política monetária dos bancos centrais, de diferentes países ao redor do mundo, quer avançados, quer periféricos, a partir da década de 1990.

Entre os economistas do *mainstream* com atuação no meio acadêmico formou-se um amplo consenso de que a adoção do RMI é a melhor política monetária. Segundo Freitas (2010, p. 177):

Para os defensores de regime de metas de inflação, a política monetária com o propósito exclusivo de garantir a estabilidade de preços é a política monetária por excelência. Todos os demais objetivos de política econômica são subordinados à busca e à manutenção da estabilidade de preços, desconsiderando suas implicações sobre o nível de atividade econômica e sobre o emprego.

No Brasil, o regime de metas inflacionárias foi oficialmente instituído<sup>55</sup> em junho de 1999, com a justificativa de ser o instrumento mais adequado para a manutenção da estabilidade de preços em um contexto de liberalização cambial imposta ao país, após a perda de divisas verificada no segundo semestre do ano anterior. Desde aquele ano, o regime de metas de inflação se tornou a principal estratégia do BCB na condução da política monetária.

Mesmo sem a independência instituída legalmente, o BCB operou a política monetária desde então, com total autonomia em relação à área econômica do governo (Ministérios da Fazenda e do Planejamento), com o claro objetivo de assegurar a estabilidade dos preços, mesmo que isso leve a baixas taxas de crescimento do produto e à redução do nível de atividade

---

<sup>54</sup> Segundo Stanley Fischer, no artigo *Central-Bank Independence Revisited*, publicado na *American Economic Review* (p. 201-206), em maio de 1995, o modelo de Rogoff pode ser definido como um esquema de Banco Central com “independência de objetivos e instrumentos” e o modelo de Walsh como um esquema de Banco Central com “independência de instrumentos”. No primeiro, a AM tem liberdade para definir a meta quantitativa de inflação, podendo utilizar os instrumentos de política monetária com plena autonomia. No segundo, pode utilizar livremente os instrumentos de política monetária com o objetivo de alcançar a taxa de inflação previamente estabelecida em contrato. Nos dois arranjos, a tese de independência do Banco Central surge como decorrência do trinômio credibilidade-reputação-delegação e a questão principal é a tentativa de eliminar a possibilidade de implementação de políticas monetárias consideradas dinamicamente inconsistentes.

<sup>55</sup> Instituído pelo Decreto Presidencial nº 3.088, de 21 de junho de 1999.



econômica, com efeitos deletérios principalmente sobre o emprego, a renda, a dívida pública e a arrecadação de tributos.

Segundo Mendonça (2007, p. 434),

[...] a tentativa de construir credibilidade mantendo uma taxa de juros elevada, obriga a necessidade da geração de superávits primários para conter a trajetória ascendente da razão dívida/PIB. Todavia, esse artifício não deve ser entendido como uma solução eficiente, pois representa recursos indisponíveis para a sociedade e prejudica a implementação de uma agenda microeconômica capaz de eliminar os gargalos no setor produtivo da economia.

Do ponto de vista teórico, o fato de a corrente do pensamento econômico que propugna a superioridade do RMI, ter se tornado hegemônica nos organismos multilaterais, na academia e principalmente no setor financeiro, aparentemente fez parecer irrelevante o debate acerca da questão da coordenação das políticas macroeconômicas. A discricionariedade<sup>56</sup> na condução da política monetária passou a ser vista como o caminho que levaria à obtenção de resultados economicamente inconsistentes a médio e longo prazo.

Teoricamente, os bancos centrais podem conduzir a política monetária tanto de forma discricionária, usando livremente os seus instrumentos, levando em consideração a conjuntura econômica e os objetivos de política macroeconômica, ou podem seguir regras<sup>57</sup>. Neste caso, a utilização dos instrumentos estará subordinada a uma regra previamente explicitada que deve ser perseguida, sem considerar os impactos de sua aplicação sobre o comportamento dos diferentes agregados macroeconômicos e tampouco seus impactos sociais e ambientais.

Além disso, esses impactos no Brasil tendem a ser agravados, também em função da completa desconsideração da realidade empírica, como ressalta Carvalho (2005, p. 333):

[...] fatores conjunturais agem para reduzir ainda mais a eficácia da política monetária, como tem sido o caso no Brasil em que choques de custos têm sido os principais, e mais persistentes, geradores de pressões inflacionárias. Mesmo defensores do regime de metas inflacionárias sugerem que inflações de custos não são eficazmente combatidas pela política de juros. Usar política monetária nesses casos implica contração econômica, porque é esta última que, em tese, força os vendedores a recuar nos aumentos desejados de preços. Mas com aumentos de custos, o vendedor não apenas resiste mais à pressão de demanda, como também, caso derrotado, tende a reduzir sua escala de produção, pelo menor incentivo a produzir. Na realidade, a política monetária não tem praticamente qualquer efeito sobre os preços desses bens, limitando-se a fazer cair os preços de outros bens até que o nível médio de preços alcance o ponto desejado pela autoridade monetária.

<sup>56</sup> Esse é um divisor de águas entre a proposição de políticas keynesianas e a política econômica hegemônica defendida pelo novo consenso macroeconômico, distinguindo claramente a superação da fase de desenvolvimento do capitalismo centrado sobretudo na esfera da produção de mercadorias até os anos 1970.

<sup>57</sup> “O debate em torno de regras e discricionariedade tem sido corrente na teoria econômica. Suas raízes remontam ao século XIX, quando os representantes da Currency School e da Banking School defendiam posições opostas em relação ao controle monetário, em resultado de suas distintas visões sobre a natureza da moeda. Reintroduzido por Friedman no final da década de 1950, quando do lançamento da contrarrevolução monetarista à hegemonia do pensamento keynesiano neoclássico no pós-guerra, esse debate foi reacendido na década de 1970 e de 1980 pelos teóricos novo-clássicos.” (Freitas, 2010, p. 178).

Os defensores de regras para expansão monetária partem do pressuposto de que o sistema econômico é autorregulado, mantém certa estabilidade e tende automaticamente ao equilíbrio. De acordo com essa concepção teórica, a moeda teria a finalidade de facilitar as trocas, mas não produz efeitos permanentes sobre as variáveis *reais*, como a produção e o emprego. Para a escola monetarista, a adoção de regras seria justificada pelo fato de o conhecimento teórico e empírico do funcionamento da economia ser imperfeito, razão pela qual os agentes econômicos formam expectativas adaptativas, ou seja, levam em conta as informações do passado. O representante maior dessa corrente teórica, economista Milton Friedman, defendia a adoção de um conjunto de regras<sup>58</sup> para expansão da oferta monetária (agregados monetários), que se tornou conhecido como regime de metas monetárias.

Os autores novo-clássicos<sup>59</sup>, também conhecidos como autores da Escola das Expectativas Racionais, se propuseram fazer a crítica da teoria das expectativas adaptativas. No entanto, não promovem uma ruptura profunda com o monetarismo, ao contrário, segundo Modenesi (2005, p. 139, grifo do autor),

O modelo **novo-clássico** pode ser considerado uma extensão do monetarismo tipo **I**, ao **incorporar** dois elementos centrais da abordagem teórica desenvolvida por Friedman: (i) a hipótese da existência de uma **taxa natural de desemprego**; e (ii) a **concepção monetarista de inflação** ou a proposição de que a inflação é um fenômeno meramente monetário.

Nesse sentido, pode-se dizer que foi mantida a essência da escola de Chicago, fato que justifica a denominação desse modelo de **monetarismo tipo II**, conforme tipologia usada por Tobin (1980). Mais do que isso, em muitos aspectos, realiza-se um aprofundamento da proposição monetarista.

Embora tenha incorporado a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego e a concepção monetarista de inflação, o modelo novo-clássico inova em relação ao monetarismo tipo I, por constituir-se num modelo de equilíbrio contínuo de longo prazo, enquanto o segundo admite a existência de desequilíbrios, ou mesmo a hipótese dos agentes (formadores de expectativas adaptativas) não maximizarem suas funções objetivo (de utilidade no caso dos consumidores, e de lucro no caso das firmas) por sofrerem de ilusão monetária (Modenesi, 2005).

Para o monetarismo tipo II, a racionalidade dos agentes econômicos implica por definição que todos os resultados representam posições de equilíbrio, considerando a existência do conjunto de informações à disposição dos agentes econômicos. Tanto neste modelo, quanto

<sup>58</sup> A defesa das regras para a expansão monetária foi detalhada por Friedman no artigo intitulado *The Role of Monetary Policy*, publicado em março de 1968, na *American Economic Review*, v. LVIII (1), p. 1-17.

<sup>59</sup> Os principais expoentes da Escola Novo-clássica são: Robert Lucas, Robert Barro (1984), Robert Barro e David Gordon (1983a, 1983b), Thomas Sargent, Finn Kydland e Edward Prescott.

na vertente monetarista tipo I, as flutuações econômicas são decorrentes de erros na formação de expectativas. Porém, tais erros não resultam de ilusão monetária, pois, com o conjunto de informações à sua disposição, os agentes racionais estariam maximizando continuamente suas funções-objetivo (de utilidade e lucro) (Modenesi, 2005). Soma-se a isso, “[...] uma exacerbação da neutralidade da moeda, pois se prevê que políticas monetárias sistemáticas não afetam variáveis reais, mesmo no curto prazo. Assim pode-se dizer que a moeda não é apenas neutra, como postula Friedman, mas, sim, *superneutra*.” (Modenesi, 2005, p. 140).

As principais inovações da escola novo-clássica em relação ao monetarismo de Friedman (1968) derivam das três hipóteses adotadas pela primeira: a) os agentes formam expectativas racionais; b) os postulados explicam o comportamento da oferta e c) os mercados se equilibram continuamente. A hipótese das expectativas racionais se constitui na principal diferença entre o modelo novo-clássico e os seguidores do monetarismo representado por Friedman, que consideram os agentes como formadores de expectativas adaptativas. Para os novos-clássicos, os agentes econômicos maximizam a utilização de toda informação disponível para formarem suas expectativas.

A segunda hipótese relativa à oferta agregada pode assumir diferentes formas e versões. Em geral os autores novo-clássicos partem do pressuposto de que os agentes econômicos tomam decisões baseadas no comportamento racional-maximizador, que as escolhas relacionadas à oferta de trabalho e de produto dependem de preços relativos e que a elevação do preço de um bem é capaz de fazer aumentar a sua quantidade ofertada.

Para esses autores, os trabalhadores têm noção do que seria o salário real médio a cada momento e são capazes de decidir quanto do seu tempo será alocado para o trabalho e quanto se destinará ao lazer, baseados na percepção que têm do salário real corrente. Para Modenesi (2005, p. 145), os Novos-clássicos defendem que:

[...] a oferta de trabalho responde a mudanças temporárias no salário real, e os agentes econômicos realizam a chamada *substituição intertemporal* de trabalho por lazer. Dessa forma, variações no nível de emprego refletem escolhas *voluntaristas* dos trabalhadores, que decidem o volume de trabalho a ser ofertado com base em sua percepção do salário real.

A terceira hipótese se refere ao equilíbrio contínuo no mercado de bens, serviços e fatores de produção. Nessa hipótese todos os mercados se equilibrariam continuamente, de acordo com a tradição walrasiana<sup>60</sup>, ou seja, nos diferentes mercados de uma economia os

---

<sup>60</sup> Ver León Walras (1996). Para uma crítica metodológica e política de Walras, ver Prado (2022).

preços seriam plenamente flexíveis e se ajustariam<sup>61</sup> instantaneamente às alterações na oferta e na demanda de determinado bem. Desse modo, assegurariam o equilíbrio constante daquele mercado.

De acordo com essa concepção de Walras não haveria possibilidade de ganhos adicionais com as trocas, conforme descreve Modenesi (2005, p. 154, grifo do autor):

Em cada momento do tempo, a oferta e a demanda de todos os bens se igualam, e as quantidades transacionadas resultam do comportamento racional-maximizador dos agentes econômicos. Consequentemente, a economia se encontra em um estado contínuo de equilíbrio, de curto e longo prazos, em que consumidores e firmas maximizam, respectivamente, suas funções de utilidade e de lucro. Dito de outra forma, todos os possíveis ganhos de troca foram exauridos, e a economia se encontra em um estado de equilíbrio que é *eficiente* no sentido de Pareto.

Na realidade de acordo com Prado (2022, p. 75):

A teoria de equilíbrio geral pode ser considerada uma teoria científica ou se trata apenas de um saber tecnocrático? Walras conhecia perfeitamente as enormes diferenças sistêmicas entre o mercado real e a sua construção imaginária. A sua justificativa metodológica para montá-la de modo ad hoc era claramente metafísica. O tipo de sistema econômico que construía – dizia – era platônico; a ideia que o nutria era uma essência verdadeira que subsistia por meio da imperfeição do mundo real. Ora, a ciência moderna desacreditou completamente essa metafísica idealista. Porém, mesmo se esse platonismo for aceito, ainda assim o seu “modelo” é uma construção lógico formal inconsistente que se funda em suposições notoriamente absurdas.

O regime monetário de metas de inflação também é uma construção lógico formal. Ele foi implementado no Brasil a partir de 1999, estando calcado nos desenvolvimentos teóricos da Escola Novo-clássica (monetarismo tipo II), surgida na década de 1970, largamente difundida a partir da década de 1980 e principalmente nos anos 1990, como uma vertente crítica ao monetarismo de Friedman. Apresenta-se em quatro pilares fundamentais, conforme observa Freitas (2010, p. 178 - 179):

- Equilíbrio contínuo de mercado, com salários e preços reais flexíveis – esse primeiro pilar indica que a economia estará sempre em seu nível ótimo de equilíbrio, no qual oferta e demanda se igualam, como resultado dos procedimentos de otimização individual dos agentes (trabalhadores, firma, consumidores). Em caso de choques exógenos, a economia se autoajusta, sem a necessidade de intervenção de políticas.
- Neutralidade da moeda – O segundo pilar afirma que a variação na quantidade de moeda não produz nenhum efeito permanente sobre o nível de produção e emprego nem no curto prazo nem no longo prazo. A elevação na quantidade de moeda ofertada só resultaria em aumento de preços.
- Hipótese de expectativas racionais – Os agentes econômicos racionais maximizam as informações disponíveis para formar suas expectativas sobre o comportamento futuro das variáveis relevantes, agem como se conhecessem o funcionamento da economia e não cometem erros sistemáticos. O desemprego é sempre voluntário e, na ausência de políticas-surpresa, estará no seu nível natural.

---

<sup>61</sup> “No ‘modelo’ de Walras sobrepôs-se uma dimensão metafísica para a produção do equilíbrio geral do sistema econômico. Nesse caso, cada agente-máquina maximiza a sua satisfação e isto é compatível com a máxima satisfação de todos os outros agentes máquinas. O estado de máximo bem estar é atingido.” (Prado, 2022, p. 72).

- Existência de viés inflacionário na política econômica que gera inconsistência temporal – Esse pilar preconiza a existência de um viés inflacionário na política macroeconômica associada à existência de ciclos político-eleitorais. Para atingir resultados de curto prazo que viabilizem sua permanência no poder em sociedades democráticas, os políticos adotam medidas inconsistentes, como a ampliação da oferta de moeda e/ou redução da taxa de juros para reduzir o desemprego.

A Escola Novo-clássica com as expectativas racionais se diferencia da Escola das Expectativas Adaptativas (monetarismo tipo I), que postula a não neutralidade da moeda no curto prazo, como decorrência da ilusão monetária sofrida pelos trabalhadores por formarem expectativas com base nos eventos do passado (expectativas adaptativas), por isso, interpretam uma variação nominal dos preços como se fosse alteração nos preços relativos a seu favor. O agente formador de expectativas racionais, de maneira diversa dos monetaristas adeptos da teoria de Friedman, não estaria sujeito à ilusão monetária, pois conhece a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e sabe que uma variação positiva na oferta monetária provocará inflação não apenas no longo prazo, mas também no curto termo.

Desse modo, apenas variações positivas na oferta de moeda, não previstas pelos agentes e que fossem capazes de surpreendê-los, os induziriam ao erro e provocariam apenas distorções passageiras na economia. Contudo, tais efeitos não seriam duradouros, ao contrário, seriam efêmeros e uma vez percebido o erro, os agentes racionais realizariam de imediato o ajustamento de suas posições, o que faria a economia retornar ao seu curso *normal*, com a taxa corrente de desemprego tendendo a se igualar à taxa natural<sup>62</sup>. Nessa situação de *equilíbrio*, apenas prevaleceriam o desemprego voluntário e o friccional.

Essa é a razão pela qual os teóricos novo-clássicos não admitem que o governo possa utilizar a política monetária para estimular a demanda agregada e o investimento. De acordo com essa escola, não seria admissível o discricionarismo monetário. O que teria que vigorar seriam regras pré-estabelecidas, claras, tornadas públicas para que fosse assegurada a estabilidade de preços. Na tentativa de reduzir a incerteza imanente à economia capitalista, a desconfiança em relação ao governo e a credibilidade<sup>63</sup> da política monetária, propõem a

---

<sup>62</sup> “Na versão de Lucas da curva de Phillips não há *trade-off* de curto prazo entre a taxa de desemprego e o nível de preço da economia. Os agentes usam de forma racional as informações disponíveis, supostas completas e corretas, para tomar decisões, prevendo corretamente as decisões de política econômica e neutralizando os seus efeitos. Como os agentes racionais antecipam corretamente o futuro e não são sistematicamente enganados por mudanças previstas nas políticas de demanda agregada, a Curva de Phillips é vertical, indicando que a taxa de desemprego corrente é sempre igual à taxa de desemprego natural. Políticas não antecipadas pelos agentes racionais provocam um desvio transitório, quase imediatamente corrigido pelos agentes racionais.” (Freitas, 2010, p. 179).

<sup>63</sup> Credibilidade se refere ao grau de confiança do público em uma determinada política.

independência do Banco Central em relação ao Poder Executivo, na formulação e execução da política de oferta da moeda.

A independência do Banco Central, vigente no Brasil desde 1999, está consubstanciada na plena autonomia da AM para utilização de seus instrumentos visando influenciar as expectativas dos agentes e, deste modo, garantir a estabilidade dos preços, mesmo que as medidas levadas a cabo pelos controladores da política monetária contrariem interesses dos governantes eleitos, que têm sua legitimidade referendada pelo voto. Nesse sentido, a reputação<sup>64</sup> dos *policy makers* depende do firme compromisso com o cumprimento das metas de inflação pré-estabelecidas em períodos passados, sem ceder às políticas discricionárias que visassem ao crescimento no curto prazo e que não fossem comprometidas com a manutenção do valor da moeda.

Freitas (2010, p. 180) afirma que:

Em desenvolvimentos teóricos posteriores, as regras claras e conhecidas assumiram a forma de uma meta de crescimento máximo da inflação (*inflation target*), à qual todas as demais variáveis macroeconômicas estariam subordinadas. A adoção do mecanismo de meta inflacionária reforçaria a independência operacional do Banco Central. Ao mesmo tempo, o compromisso do Banco Central independente com uma meta explícita de inflação máxima serviria de âncora das expectativas dos agentes racionais.

De acordo com essa proposição, o fato de as metas de inflação serem tornadas públicas e de a política monetária ser conduzida de forma transparente, contribuiriam para conferir maior credibilidade ao Banco Central independente e assegurar um maior compromisso com a estabilidade. O regime de metas seria preferível, por reduzir o viés inflacionário, associado à política econômica (inconsistência temporal ou dinâmica), uma vez que os demais objetivos macroeconômicos ficariam subordinados ao objetivo da política monetária, ou seja, se submeteriam ao seu fim último, que é a manutenção da estabilidade de preços.

Na década de 1990, verificou-se a adesão dos economistas novo-keynesianos<sup>65</sup> à hipótese das expectativas racionais, levando ao surgimento do que passou a ser chamado de NCM ou *novo consenso neoclássico*. Assim, na última década do século passado, passou a ser aceito entre os economistas da corrente principal que a moeda produza efeitos de curto prazo sobre o produto e o emprego, porém continuou sendo considerada neutra no longo prazo. Além disso, o *novo consenso* considera a existência de um viés inflacionário como inerente aos

---

<sup>64</sup> Reputação diz respeito ao nível de confiança dos agentes econômicos em relação aos *policy makers*, baseado em seu comportamento pregresso.

<sup>65</sup> Os economistas novos-keynesianos caracterizam-se por defender a ideia da existência de assimetria de informações, como fator que impede o pleno equilíbrio nos diferentes mercados. Destacam-se entre outros, Bernanke; Mishkin (1997), Mishkin (2007), Svensson (1998, 2002).

diferentes governos, o que acaba levando à implementação de política econômica inconsistente ao longo do tempo, razão pela qual o RMI passa a ser tido como a melhor política monetária a ser implementada, para dar conta da ancoragem das expectativas dos agentes econômicos, considerados racionais pelos novos-clássicos.

Conforme observa Freitas (2010, p. 180):

Os novos Keynesianos se contrapõem aos novo-clássicos apenas no que se refere à análise de curto prazo. Para essa corrente teórica, no curto prazo, as falhas de mercado podem explicar posições de equilíbrio abaixo do produto de pleno emprego. No longo prazo, entretanto, preços e salários são plenamente flexíveis e os mercados se autoequilibram automaticamente, por isso, vão se concentrar na busca de explicação para a rigidez de preços e salários. Os principais expoentes novos keynesianos que integram o “novo consenso” sobre política monetária são Ben Bernanke, Frederic Mishkin, Michel Woodford e Lars Svensson.

Para o *novo consenso*, a política monetária deveria estar fundada na boa ciência. De acordo com Mishkin (2007), a condução da política monetária na atualidade está baseada em nove princípios centrais, segundo Freitas (2010):

- 1) A inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário. A expansão na oferta de moeda é sempre a causa fundamental da inflação, entendida como aumento do nível geral de preços ao longo do tempo.
- 2) A estabilidade de preços traz benefícios. Nos anos 1970, houve o reconhecimento das distorções geradas pela inflação, como o comprometimento da função de meio de troca da moeda ao agir como um imposto; leva a incertezas sobre os preços relativos, o que dificulta a tomada de decisões dos agentes; eleva o custo do endividamento, conduzindo ao sobreinvestimento no sistema financeiro, por oferecer proteção contra alguns dos custos da inflação.
- 3) Inexistência de *trade-off* entre inflação e desemprego no longo-prazo. A economia tende ao seu ponto natural de equilíbrio, que independe do nível da taxa de inflação.
- 4) As expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia. As ações de política econômica geram expectativas do público e do mercado, com efeitos importantes em quase todos os setores da atividade econômica. As expectativas em relação à política monetária futura são fundamentais na evolução da atividade econômica.
- 5) De acordo com a regra de Taylor, as taxas de juros reais necessitam ser elevadas com as taxas de inflação em trajetória ascendente. Os bancos centrais reagem elevando a taxa básica de juros, ao perceberem que a taxa de inflação corrente se desvia de sua meta e o produto não se encaminha para o ponto de equilíbrio.

- 6) O problema da inconsistência temporal. Esse problema que os novo-clássicos identificaram ocorre quando a política monetária é conduzida discricionariamente, visando à conjuntura econômica corrente. Isso pode ocorrer porque os agentes políticos tendem a explorar o possível *trade-off* existente no curto prazo entre inflação e desemprego, no entanto, os agentes racionais incorporam esse comportamento na formação de suas expectativas e o que resulta é apenas o incremento da taxa de inflação. O reconhecimento desse problema conduziu ao desenvolvimento da noção de reputação e credibilidade e da institucionalidade considerada ideal para a AM.
- 7) A independência do Banco Central seria capaz de tornar a política monetária mais eficiente. A autonomia em relação ao Executivo, com fixação de mandatos para seus dirigentes e orçamento próprio, permite que a AM tenha liberdade para utilizar livremente os instrumentos de política monetária com o objetivo de garantir a estabilidade dos preços. Com esse desenho institucional, o Banco Central estaria livre das pressões para explorar o *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, contornando o problema da inconsistência temporal. A defasagem temporal dos efeitos da política monetária sobre a inflação é vista como uma questão técnica que caberia ao Banco Central resolver, uma vez que envolve conhecimento acerca do processo inflacionário e suas interações com o *lado real* da economia.
- 8) O compromisso com uma âncora nominal é determinante para uma política monetária bem sucedida. Ao se comprometer explicitamente com a estabilidade de preços o Banco Central acaba por submeter o governo à disciplina fiscal, o que também contribui para o controle da inflação.
- 9) As fricções financeiras desempenham um papel relevante nos ciclos econômicos, que, somadas ao aumento da assimetria de informações, podem conduzir a economia à recessão.

O regime de metas de inflação apresentado pelo novo consenso como a melhor prática de política monetária, comporta diferentes configurações institucionais, com distintos graus de flexibilidade ou de rigidez, para a atuação da AM frente às oscilações no crescimento do produto. No entanto, os fundamentos continuam sendo os mesmos já preconizados pelos novo-clássicos, conforme destaca Freitas (2010, p. 182):

[...] o anúncio prévio de uma meta de inflação com prazo determinado, que serviria de âncora nominal para a coordenação de expectativas; o compromisso institucional com a estabilidade dos preços; a transparência na condução da política monetária, que permitiria o monitoramento e avaliação de desempenho do Banco Central; atribuição



de liberdade ao Banco Central para a utilização dos instrumentos com vistas à execução das metas.

Os adeptos do *novo consenso* procuraram demonstrar em inúmeros estudos empíricos, que nos países adotantes do RMI ocorreu o declínio do nível e da volatilidade da inflação e também a queda das taxas de juro, após a implementação do regime. Também afirmam não ter aumentado a variação do produto, além de os efeitos do câmbio sobre os preços e a política monetária terem sido atenuados.

Por outro lado, não faltam evidências de que a queda da inflação e a redução da volatilidade dos preços, dos juros e do produto, foram uma tendência nos anos 1990 e na primeira década deste século. Por isso, o propalado sucesso do RMI, no combate à inflação, com aumento da taxa de juros ainda não se comprovou efetivamente. Além do mais, não há constatação de que os países que adotaram o regime de metas tenham obtido melhor desempenho<sup>66</sup> em relação aos que não introduziram esse modelo<sup>67</sup>, como é o caso dos Estados Unidos e de países da zona do Euro.

No caso específico do Brasil, a mudança de âncora nominal, ou seja, a troca da paridade cambial pelo RMI, não significa que a apreciação cambial deixou de ser instrumento de controle dos preços em nível interno, mesmo no auge do *boom* de *commodities* na primeira década do século XXI. A esse respeito, Freitas (2010, p. 183) avalia que,

Nos países periféricos, cujas moedas não possuem convertibilidade, os ciclos de Liquidez Internacional condicionam a política monetária, como mostra Farhi (2007), pois os efeitos do impacto do câmbio sobre os preços são muito mais importantes do que nas economias industrializadas. Assim, de um lado, parte do êxito da desinflação nos países que aderiram ao regime de metas pode ser atribuída à apreciação das moedas domésticas, que barateiam o custo dos produtos importados e, no caso dos países exportadores de *commodities*, isso compensou o efeito interno da elevação dos preços internacionais. De outro lado, em momentos de bruscas reversões dos fluxos de capitais, a maior volatilidade da taxa de câmbio ocasionou surtos inflacionários mediante a transmissão da desvalorização cambial aos preços, comprometendo o alcance da meta de inflação.

Torna-se evidente que a política monetária não deve ser utilizada de forma independente e desarticulada em relação às demais medidas de política econômica. Isto se deve ao fato de a inflação não ser a única variável a ser afetada por medidas de política monetária. Processos coordenados de implementação das diferentes políticas são de fundamental

<sup>66</sup> A esse respeito ver Ball; Sheridan (2003).

<sup>67</sup> “O estudo econométrico realizado por Ball e Sheridan (2003), que avaliou impactos do regime de metas no desempenho econômico de países desenvolvidos, apontou para a inexistência de evidências favoráveis ao regime de metas de inflação na promoção de melhor desempenho das economias no que se refere ao comportamento de três variáveis macroeconômicas: a taxa de inflação, o Produto Interno Bruto e a taxa de juros. No estudo foram comparados sete países da OCDE, que adotaram esse instrumento de política monetária no início dos anos 1990 e outros 13 países, também membros da OCDE, que não o fizeram.” (Freitas, 2010, p. 183).

importância para o planejamento e êxito dos objetivos macroeconômicos. Nesse sentido, a coordenação macroeconômica das diferentes políticas torna-se essencial e imprescindível, razão pela qual a política monetária não pode ficar exclusivamente a cargo de um Banco Central Independente, correndo-se o risco de incorrer em custos sociais elevados, caso existam divergências entre o Banco Central e a área econômica do governo.

A descoordenação pode abrir espaço para que o Banco Central mantenha taxas de juros elevadas, visando atrair capital externo para equilibrar o balanço de pagamentos, porém, levando à sobrevalorização cambial, em situações nas quais os responsáveis pela área econômica do governo preferem taxas de juros mais baixas para estimular o crescimento do produto, a geração de emprego e a elevação do nível de renda. Nessa conjuntura, se o objetivo da AM for unicamente o controle da inflação e não tiver a perspectiva do uso da política econômica objetivando o crescimento do produto e do emprego, o resultado a ser produzido será a estagnação da economia, com a elevação das taxas de desemprego, queda na arrecadação tributária, além do aumento da vulnerabilidade representada pela dependência de recursos externos voláteis (capitais de curtíssimo prazo).

Além da busca do objetivo único da AM, no Brasil outro problema crucial decorre do diagnóstico elaborado pelos monetaristas em geral, que invariavelmente atesta a existência de inflação de demanda, a ser combatida mediante política de juros, com seus efeitos sobre o câmbio, como observado por Serrano (2010, p. 68):

Temos então que a operação concreta do sistema de metas inflacionárias no Brasil tem as seguintes características: i) o núcleo da inflação é de custos; ii) as variações na taxa de juros afetam a taxa de câmbio; iii) as variações no câmbio afetam os custos e posteriormente os preços de todos os setores da economia. O primeiro impacto se dá nos preços dos transacionáveis e dos monitorados (estes via indexação ao IGP-M) e, posteriormente, o impacto dos preços por atacado afeta os custos e os índices de preços “livres” e dos não transacionáveis; iv) o efeito dos juros na demanda agregada é, afinal, apenas um efeito colateral da política monetária e v) a âncora do sistema é a baixa resistência dos salários reais médios.

Esse problema tende a se agravar nos países periféricos, ocupantes de posição secundária na hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional, principalmente se a meta de estabilidade de preços for o objetivo único do Banco Central, como previsto no RMI, uma vez que esta restringe o conjunto das ações de política econômica, impedindo o processo de coordenação de políticas e retirando do Poder Executivo a prerrogativa de exercer influência na formulação da política monetária<sup>68</sup>, o que amplifica os constrangimentos decorrentes da posição internacional periférica.

---

<sup>68</sup> “Se as taxas de juros são fixadas abaixo do nível determinado no mercado internacional, o qual embute um prêmio de risco, os países periféricos podem sofrer com fuga de capital doméstico, além de interromper a

Outra questão relevante a ser levada em conta no debate acerca do RMI é a redução da margem de atuação da AM em situações de instabilidade financeira presentes nas economias capitalistas. A prevalência do objetivo primordial da estabilidade dos preços pode obstaculizar uma necessária e rápida ação do Banco Central nas conjunturas de iminência de agravamento da situação financeira, visto que não apenas a institucionalidade constitutiva da independência do Banco Central, mas também sua função de garantidor do valor da moeda entra em contradição com sua outra função de prestador de última instância<sup>69</sup>, que o torna capaz de agir antecipadamente, impedindo que sobrevenha uma grave crise financeira<sup>70</sup>.

### 3.5 Adoção do regime de metas de inflação e seus impactos

O RMI, adotado no Brasil em 1999, tem como base legal o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, e a Resolução nº 2.614 do Conselho Monetário Nacional, datada de 30 de julho do mesmo ano. O Decreto estabeleceu o RMI como diretriz para a política monetária e definiu as competências do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do BCB. Coube ao CMN, integrado<sup>71</sup> pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento e ainda pelo Presidente do BCB, a escolha do índice de preços de referência, bem como a fixação das metas e seus respectivos intervalos de variação, mediante proposta do Ministro da Fazenda. Para os anos de 1999, 2000 e 2001, o Decreto definiu como prazo para fixação da meta, a data de 30 de junho de 1999, para os anos de 2002, e subsequentes, a data de 30 de junho de cada dois anos, imediatamente anterior.

Ao BCB coube a responsabilidade pela política monetária. De acordo com o Decreto, ficou estabelecido que a atuação do Banco Central se daria fundamentalmente pela fixação da taxa de juros básica da economia (Selic), cuja magnitude seria fixada pelo Comitê de Política

---

atração de recursos externos. Nesses países, a elevada taxa de juros doméstica muitas vezes tem resultado incerto sobre a estabilidade de preços, porém seus efeitos são quase sempre nefastos para os trabalhadores e empresários, na medida em que pode se traduzir na redução dos lucros e, por consequência, em demissões. Além disso, provoca elevação do custo financeiro da dívida pública, o que coloca restrições adicionais à política fiscal, reduzindo o espaço para ações anticíclicas.” (Freitas, 2010, p. 184-185).

<sup>69</sup> Nesta função, cabe ao Banco Central garantir a solvência do sistema financeiro e agir antecipadamente para evitar que uma crise sistêmica se instale, com consequências que certamente não ficam circunscritas ao sistema bancário.

<sup>70</sup> “Por mais que se reforce a regulamentação prudencial, não é possível eliminar completamente o risco de ocorrências de crises bancárias que, em função da gravidade, redundem em contração abrupta do crédito e falências em cadeia, afetando a atividade produtiva e provocando desvalorizações patrimoniais. Diante de tal cenário, a corrosão do valor da moeda passa necessariamente para o segundo plano.” (Freitas, 2010, p. 185).

<sup>71</sup> A partir de janeiro de 2019, com a fusão dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, vindo a formar o ME, o CMN passou a ser composto pelo Ministro da Economia (Presidente), pelo Secretário Especial do Ministério da Economia e pelo Presidente do BCB.

Monetária<sup>72</sup> (Copom), que é responsável pela formulação da política monetária desde 1996. O mesmo Decreto definiu que a meta será considerada cumprida, para os anos em que a variação acumulada da inflação entre os meses de janeiro a dezembro, medida pelo índice de preços de referência, caso situe-se dentro da faixa de seu respectivo limite de tolerância.

Nas situações em que a meta não for cumprida, o BCB deve informar as razões mediante carta pública dirigida ao Presidente do CMN e estabelecer as medidas corretivas para que a inflação volte a se situar dentro do limite das metas previamente estabelecidas. O mesmo normativo também determinou a obrigatoriedade de divulgação dos relatórios trimestrais de inflação por parte do Banco Central, contendo informações macroeconômicas e justificativas para as medidas adotadas, além das Atas de decisões do Comitê de Política Monetária, relativas à fixação da taxa de juros básica e seu viés (de alta, baixa, neutro).

Por intermédio da Resolução nº 2.614, o CMN estabeleceu o IPCA cheio como indicador do comportamento da inflação<sup>73</sup> e definiu as metas para o limite máximo do índice de inflação no triênio 1999-2001, bem como os seus respectivos intervalos de tolerância.

Outro parâmetro do RMI é o horizonte temporal para alcançar a meta de inflação definida. A extensão desse horizonte condiciona a ação do Banco Central, uma vez que, quanto mais reduzido for o horizonte temporal, menor será a margem de manobra do regime de metas

---

<sup>72</sup> O Regulamento do Comitê de Política Monetária passou a ser normatizado pela Resolução BCB nº 61, de 13 de janeiro de 2021, com a seguinte participação: Na primeira sessão das reuniões ordinárias, além dos membros do Copom, participarão os Chefes das seguintes Unidades, que realizarão as apresentações técnicas: I - Departamento de Assuntos Internacionais (Derin); II - Departamento Econômico (Depec); III - Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep); IV - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban); V - Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) e VI - Departamento das Reservas Internacionais (Depin). Na primeira sessão das reuniões ordinárias, poderão participar outros servidores do Banco Central do Brasil e o Assessor de Imprensa do BCB, quando autorizados pelo Presidente. Na segunda sessão das reuniões ordinárias, além dos membros do Copom, participará, sem direito a voto, o Chefe do Depep, o qual realizará apresentação técnica. O Copom deliberará por maioria simples de votos, a serem proferidos oralmente, cabendo ao Presidente o voto de qualidade. O Comunicado da decisão do Copom será divulgado na data da segunda sessão da reunião ordinária, a partir das 18h30 (dezoito horas e trinta minutos) e imediatamente após o término da sessão, com a identificação do voto de cada membro do comitê. A Ata da reunião do Copom conterá a decisão tomada, o registro nominal dos votos proferidos pelos seus membros e um sumário das discussões ocorridas durante a reunião e será divulgada em até 4 (quatro) dias úteis contados da data do término da reunião. “Ao contrário do que ocorre, por exemplo nos Estados Unidos, a transcrição integral das reuniões do Copom jamais é trazida a público.” (Freitas, 2010, p. 187).

<sup>73</sup> O IPC é a referência mais utilizada nos países que adotam regime de metas de inflação. Todavia, vários adotam metas para a chamada *core inflation*, excluindo do índice os preços mais voláteis, como alimentos e/ou impostos indiretos e/ou preços administrados, como é o caso da Austrália, Canadá, Coreia, Hungria, República Checa, Tailândia, enquanto a África do Sul exclui do índice de preços o custo das hipotecas residenciais. Alguns países em desenvolvimento, em particular os latino-americanos que possuem histórico de inflação mais elevada do que os países desenvolvidos, evitaram adotar meta para o *core inflation* para não comprometer a credibilidade do regime de metas de inflação. Isso porque a exclusão de preços mais voláteis poderia ser interpretada pela população como expurgo, a exemplo do que ocorreu no passado em alguns países, desencadeando movimentos defensivos de remarcação dos preços. “Atualmente, além do Brasil, fixam meta para o índice de preços ao consumidor cheio países como Chile, Colômbia, Israel, México, Noruega, Nova Zelândia, Peru, Polônia, Reino Unido e Suécia.” (Freitas, 2010, p. 187-188).

para acomodar as eventuais flutuações do produto em decorrência de choques. O Brasil, particularmente, se diferencia da maioria dos países centrais e periféricos que adotaram o RMI ao estabelecer o calendário civil como horizonte temporal. Sendo a meta para o IPCA anunciada com dois anos de antecedência, a AM acaba por ter reduzidos seus graus de liberdade para a execução da política monetária na ocorrência de choques que, dentre outros fatores, podem decorrer tanto de repentina desvalorização cambial quanto de forte elevação dos preços dos alimentos ou crise energética.

Com reduzido horizonte temporal para o cumprimento das metas, constata-se que a pressão ocasionada pela alta dos preços termina por se traduzir na elevação da taxa de juros, com efeitos deletérios sobre a produção e o emprego, em razão de os condutores da política monetária temerem perder a credibilidade e mesmo serem acusados de lenientes. Como observa Freitas (2010, p. 188):

Ao mesmo tempo, dado o elevado grau do peso dos preços administrados, fixados pelo governo ou por contratos indexados na composição do IPCA (cerca de 30%), o aumento da meta Selic afeta os investimentos, a produção e consumo privado sem, contudo, ter efeitos sobre tais preços, que são insensíveis à taxa de juros. Assim, no Brasil, o regime de metas esteve longe de propiciar a vantagem da desinflação sem comprometimento do produto.

Vale ressaltar que não são apenas os críticos que consideram o regime de metas adotado no Brasil demasiadamente rígido. Em artigo publicado em 2003<sup>74</sup>, em coautoria com diretores do Banco Central, Fraga e outros admitiram que no caso de economias em desenvolvimento, constatou-se alta volatilidade de juros e câmbio, bem como maior vulnerabilidade aos choques externos. Nesse sentido, o RMI deveria prever bandas largas o suficiente, evitando que fossem sistematicamente ultrapassadas, além de um horizonte temporal maior do que o ano-calendário para o cumprimento da meta. Assim procedendo, a reputação e a credibilidade da AM seriam preservadas. No mesmo artigo, os autores reconhecem que a convivência entre o RMI e o regime de câmbio flutuante tem transcorrido de forma problemática.

O comprometimento com a austeridade assumido no final de 1998 e a intensificação da política contracionista, com a mudança da âncora nominal em 1999, levaram à contração dos gastos primários do setor público e à expansão das despesas financeiras a partir daquele ano, em que o dispêndio com pagamento de juros correspondeu à média de 4,82% do PIB, no quadriênio encerrado em 2002 (Tabela 12).

---

<sup>74</sup> Ver Fraga, Goldajn; Minella (2003).

No mesmo período, o superávit primário do setor público consolidado atingiu a média de 3,32% do produto, com as unidades subnacionais tendo elevado sua participação nesse resultado em mais de 0,5% do PIB, a partir do segundo ano. Essa elevação se deveu em grande parte à entrada em vigor da Lei Complementar nº 101/2000<sup>75</sup>, dispositivo legal utilizado para comprometer as unidades subnacionais com a elevação do superávit primário, requerido no contexto da substituição da âncora nominal, nos termos do acordo negociado com o FMI no início de 1999.

**Tabela 12 – Reservas internacionais e crescimento das necessidades de financiamento do setor público**

ANO	1999	2000	2001	2002
<b>Reservas internacionais (US\$ milhões)</b>	36.342	33.011	35.866	37.823
<b>Total de juros reais</b>	6,64	4,64	4,66	3,35
Governo federal e BCB	5,53	3,16	3,03	2,39
Governos estaduais e municipais	0,71	1,23	1,23	0,48
Empresas estatais	0,40	0,24	0,40	0,48
<b>Total primário</b>	-3,23	-3,47	-3,38	-3,21
Governo federal e BCB	-2,36	-1,85	-1,68	-2,16
Governos estaduais e municipais	-0,21	-0,54	-0,80	-0,72
Empresas estatais	-0,66	-1,06	-0,89	-0,33
<b>Total operacional</b>	3,41	1,17	1,28	0,14
<b>Governo federal e BCB</b>	3,17	1,31	1,35	0,23
Governos estaduais e municipais	0,50	0,69	0,43	-0,24
Empresas estatais	-0,26	-0,82	-0,49	0,15
<b>Total nominal</b>	9,98	4,48	4,76	9,61
Governo federal e BCB	6,68	3,13	3,41	5,87
Governos estaduais e municipais	3,17	2,08	1,86	3,48
<b>Empresas estatais</b>	-0,07	-0,74	-0,52	0,26

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (1994-2002a, 1994-2002b, 2011-2015) e BCB (2020).

**Nota:** \* Déficit (+); superávit (-).

A necessidade de aumentar o superávit primário a partir de 1999 se deveu à elevação da dívida líquida em relação ao produto (DLSP/PIB), decorrente do crescimento da dívida pública externa e da parcela da dívida interna indexada ao dólar, verificada com a desvalorização cambial, após o abandono do sistema de bandas e da adoção do regime de

<sup>75</sup> A Lei Complementar nº 101, também conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal, entrou em vigor em 05 de maio de 2000 e tem por finalidade regulamentar o Capítulo II do Título VI da Constituição Federal, promulgada em 05 de outubro de 1988. Chama atenção o fato de que embora prevista na Carta Magna, tal dispositivo somente foi aprovado pelo Congresso Nacional no ano 2000, tendo entrado em vigor após onze anos e sete meses da promulgação da Carta de 1988.

câmbio flutuante. Entre 1998 e 2002, a dívida líquida do setor público consolidado aumentou em 21,9% sua participação no PIB, conforme mostra a Tabela 13.

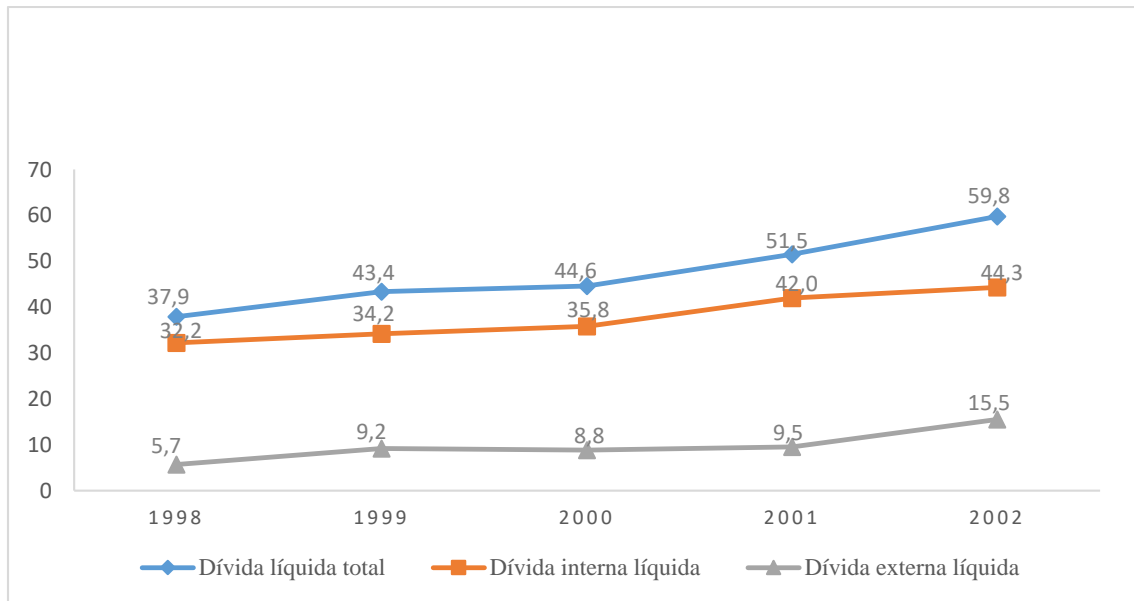
**Tabela 13 – Dívida líquida do setor público (% do PIB)**

Ano	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Dívida líquida total</b>	37,9	43,4	44,6	51,5	59,8
Governo federal e Banco Central do Brasil	22,5	26,5	27,8	31,2	37,5
Governos estaduais e municipais	13,0	14,4	14,8	17,5	19,7
Empresas estatais	2,4	2,5	2,0	2,8	2,6
<b>Dívida interna líquida</b>	32,2	34,2	35,8	42,0	44,3
Governo federal e Banco Central do Brasil	18,8	19,5	21,1	23,4	24,3
Governos estaduais e municipais	12,3	13,6	13,9	16,5	18,3
Empresas estatais	1,1	1,1	0,8	2,1	1,7
<b>Dívida externa líquida</b>	5,7	9,2	8,8	9,5	15,5
Governo federal e Banco Central do Brasil	3,7	7,0	6,7	7,8	13,2
Governos estaduais e municipais	0,7	0,8	0,9	1,0	1,4
Empresas estatais	1,3	1,4	1,2	0,7	0,9

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados de BCB BCB (1994-2002a, 1994-2002b).

No mesmo período, a dívida interna líquida total aumentou em 12,1% sua participação no produto, enquanto a parcela sob responsabilidade do Governo Federal e do Banco Central aumentou em 5,5% sua participação no PIB. O aumento da participação da dívida interna se deveu tanto aos impactos da desvalorização cambial sobre a parcela da dívida mobiliária federal, indexada ao dólar, quanto às elevadas taxas de juros praticadas desde o início do Plano Real e, principalmente na crise asiática em 1997, crise russa em 1998 e na crise de liquidez que atingiu o Brasil no final de 1998, levando à substituição da âncora cambial no início de 1999.

No ano de 2002, a dívida externa aumentou em 6,0% sua participação no produto, quando avaliada em R\$ (reais). Esse crescimento se deveu em grande parte ao ajuste patrimonial decorrente da elevada desvalorização do câmbio ocorrida no período, quando a cotação se elevou acentuadamente, passando de R\$2,36 por U\$ 1, em 30 de abril, e atingindo valores superiores a R\$3,80 por U\$1, em outubro, com a proximidade das eleições e especulações sobre a perspectiva de alteração da política econômica, por parte do então candidato de oposição que liderava as pesquisas de intenção de voto (Gráfico 9).

**Gráfico 9 – Dívida líquida total do setor público em % do PIB (1998 - 2002)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados de BCB (1994-2002a, 1994-2002b).

Quando analisada a sua distribuição, também é possível constatar que a parcela da dívida líquida a cargo do Governo Federal e Banco Central acompanhou a evolução da dívida líquida total, passando de 31,2% para 37,5% do produto, entre 2001 e 2002, o que refletiu tanto a desvalorização cambial, verificada no último ano, como também a elevação das taxas de juro. Com a Selic anual passando de 17,89% para 19,59%, entre os meses de setembro e outubro do último ano, a taxa mensal no bimestre se elevou de 1,38% para 1,65%, como pode ser observado na Tabela 14. Entre 1998 e 2002, a dívida interna líquida teve uma expansão de 12,1%, refletindo a manutenção da taxa de juros elevada em todo o período imediato à implantação do RMI, quando permaneceu em patamares superiores a 15% a.a.

A dívida interna líquida a cargo das unidades subnacionais apresentou crescimento de 6% em relação ao produto entre o início e o fim do período, mesmo com a renegociação das dívidas dos estados, realizada nos termos da Lei nº 9.496/1997, que estabeleceu taxas de juros entre 6% a 9% a.a (Gráfico 10). Apenas os estados do Pará, Minas Gerais e Alagoas<sup>76</sup> arcaram com taxas de 7,5% a.a., enquanto os demais estados tiveram suas dívidas indexadas à taxa de 6% anuais (Mora; Giambiagi, 2007).

O aparente saneamento das finanças estaduais não se concretizou de fato, apesar de as taxas de juro cobradas dos entes federados serem tidas como razoáveis pelos condutores da

<sup>76</sup> “Em linhas gerais, o refinanciamento previa o pagamento de até 20% à vista, taxas de juros de 6% a 9% ao ano, cálculo das prestações baseado na Tabela Price, comprometimento de receita de 11,5% a 15% da Receita Corrente Líquida (ainda que tenham predominado os 13%). Se o estado não dispusesse de ativos suficientes para a quitação dos 20%, incidiriam sobre a dívida renegociada juros de 7,5% a.a. (pagamento de 10%) a 9% (sem desembolso à vista).” (Mora; Giambiagi, 2007, p. 475).



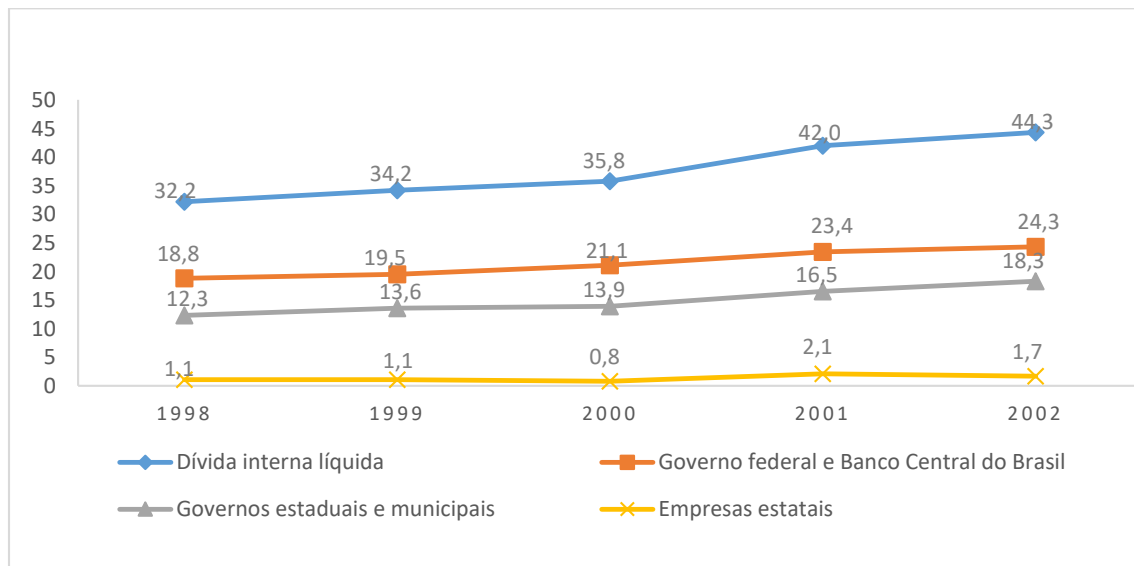
política econômica, quando comparadas à Selic média do período. No entanto, os débitos dos estados assumidos pela União foram indexados ao Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI)<sup>77</sup>, índice fortemente influenciado pelos preços no atacado e pela desvalorização cambial. Sobre a elevação da dívida das unidades subnacionais em função da evolução do IGP-DI no período, Mora; Giambiagi (2007, p. 485) observam:

A indexação da dívida pelo IGP-DI reduziu a importância dos ganhos reais de receita observados quando deflacionada por outros índices, arrefecendo a capacidade de redução gradual da dívida. Em decorrência de as desvalorizações cambiais em 1999 e 2002 terem repercutido mais intensamente sobre o IGP-DI do que sobre os demais indexadores de preços ao consumidor, houve um descolamento entre os índices. A diferença acumulada entre o IGP-DI e o IPCA, no acumulado entre 1998 e 2005, por exemplo, atingiu 35%. Assim, dependendo do índice de deflação utilizado, os resultados podem ser bem diferenciados e indicar diferentes tendências.

Mesmo com a receita dos estados tendo apresentado desempenho satisfatório em comparação ao PIB, a arrecadação se mostrou insuficiente frente ao indexador da dívida das subunidades, fazendo com que a relação receita/dívida não tenha apresentado a redução esperada inicialmente, conforme apontam Mora; Giambiagi (2007, p. 486):

Ainda que a receita estadual tenha apresentado um bom desempenho, seja quando cotejada com o PIB, seja deflacionada pelo IPCA, sua performance foi medíocre se considerarmos o IGP-DI como indexador. Assim, a relação prestação/receita líquida real foi deslocada, já que a prestação foi reajustada pelo IGP-DI e não necessariamente a receita líquida real conseguiu acompanhar seu ritmo.

**Gráfico 10 – Dívida interna líquida em % do PIB (1998 -2002)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados de BCB (1994-2002a, 1994-2002b).

<sup>77</sup> O IGP-DI é composto pela média ponderada do Índice de Preços ao Produtor Amplo do Mercado (IPA-M) (60%), do Índice de Preços ao Consumidor do Mercado (IPC-M) (30%) e do Índice Nacional de Custo da Construção do Mercado (INCC-M) (10%).

**Tabela 14 – Brasil: evolução da taxa de juros**

Mês/Ano	Taxa Selic acumulada									
	1998		1999		2000		2001		2002	
	% Mês	% Ano	% Mês	% Ano	% Mês	% Ano	% Mês	% Ano	% Mês	% Ano
Janeiro	2,67	37,19	2,18	31,19	1,46	18,94	1,27	15,49	1,53	19,05
Fevereiro	2,13	34,32	2,38	38,97	1,45	18,87	1,02	15,20	1,25	18,97
Março	2,20	28,32	3,33	43,25	1,45	18,85	1,26	15,39	1,37	18,72
Abril	1,71	25,16	2,35	36,12	1,30	18,62	1,19	16,02	1,48	18,38
Mai	1,63	22,60	2,02	27,11	1,49	18,51	1,34	16,43	1,41	18,37
Junho	1,60	21,02	1,67	22,01	1,39	18,04	1,27	17,28	1,33	18,10
Julho	1,70	20,33	1,66	20,74	1,31	16,85	1,50	18,57	1,54	18,17
Agosto	1,48	19,23	1,57	19,51	1,41	16,52	1,60	19,00	1,44	17,84
Setembro	2,49	34,29	1,49	19,38	1,22	16,56	1,32	19,06	1,38	17,89
Outubro	2,94	41,60	1,38	18,91	1,29	16,60	1,53	19,06	1,65	19,59
Novembro	2,63	38,73	1,39	18,95	1,22	16,51	1,39	19,05	1,54	21,25
Dezembro	2,40	31,24	1,60	18,99	1,20	16,19	1,39	19,05	1,74	23,03

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

A expansão da dívida interna líquida das unidades subnacionais no período foi de 19,52% do PIB, superior ao crescimento da dívida a cargo do governo federal e do Banco Central, a despeito de o último arcar com taxas de juros nominais bastante elevadas em todo o período, conforme pode ser observado na Tabela 14. Isso se explica pelo fato de o indexador do passivo dos estados ter apresentado crescimento superior ao índice oficial de inflação (IPCA), conforme dados constantes da Tabela 15. Nesse sentido, afirmam Mora; Giambiagi (2007, p. 486):

Pode-se conceber o efeito do descolamento do IGP-DI e do IPCA como um propulsor das taxas de juros, levando a uma elevação da taxa de juros efetiva paga pelos estados. A diferença entre a taxa de juros prevista e aquela efetiva (decorrente do impacto do descolamento entre os índices sobre o estoque) seria, no acumulado entre 1998 e 2004, de 35%.

**Tabela 15 – Evolução do IGP-DI e do IPCA- 1998-2004**

ANO	IGP-DI (a)	IPCA (b)	(a)/(b)*100
1998	100,0	100,0	100,0
1999	120,0	108,9	110,2
2000	131,8	115,4	114,2
2001	145,5	124,3	117,1
2002	183,9	139,9	131,5
2003	198,0	152,9	129,5
2004	222,0	164,5	135,0

**Fonte:** Extraído de Mora e Giambiagi (2007, p. 486).

A manutenção de elevadas taxas de juro praticadas durante o período, a produção de contínuos superávits primários aliada à redução da capacidade de investimento das unidades

subnacionais, após a renegociação de suas dívidas junto ao governo federal em 1997, se refletiram no crescimento do produto e do emprego entre os anos de 1999 a 2002, conforme pode ser observado na Tabela 16. O desemprego aberto correspondeu a 6,8% nos três primeiros anos completos<sup>78</sup> de vigência do RMI, enquanto o IPCA se manteve acima do centro da meta em 1999, 2001 e 2002, mesmo com o aprofundamento da restrição monetária verificada a partir da vigência do regime de metas e da política fiscal restritiva expressa na produção de contínuos superávits primários, como pode ser observado na Tabela 12.

**Tabela 16 – Brasil: PIB, Desemprego e Inflação 1997 – 2002**

Ano	PIB (%)	Desemprego aberto (%)	IPCA	Meta de inflação	Margem	Limite superior
1997	3,39	5,7	5,22	-	-	-
1998	0,34	7,6	1,65	-	-	-
1999	0,47	7,5	8,94	8,00	2,00	10,00
2000	4,39	7,1	5,97	6,00	2,00	8,00
2001	1,39	6,2	7,67	4,00	2,00	6,00
2002	3,05	7,1	12,53	3,50	2,00	5,50

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2023c, 2024) e BCB (1997-2002a, 1997-2002b).

No quinquênio encerrado em 2002, as despesas com o pagamento de juros e amortização da dívida pública apresentaram crescimento significativo, passando de R\$ 210,59 bilhões em 1998, último ano antes do início da vigência do RMI, para R\$ 253,91 bilhões no ano seguinte, quando o Regime de Metas passou a vigorar a partir de 01 de julho. A despesa financeira do governo federal continuou sua trajetória de crescimento alcançando R\$ 273,30 bilhões, R\$ 329,66 bilhões e R\$ 338,67 bilhões entre 2000 e 2002, conforme consta da Tabela 17. No período encerrado em 2002, as despesas com educação apresentaram um substancial decréscimo em termos absolutos, partindo de R\$ 56,82 bilhões em 1998, para atingir R\$ 36,05 bilhões no último ano, o equivalente a uma redução de 36,55%.

No período de 1998 a 2002, a despesa média com saúde correspondeu a R\$ 67,84 bilhões, com oscilações durante o quinquênio, sem que fosse possível verificar qual a tendência desse item de despesa. No mesmo período, o dispêndio da previdência social cresceu 8,53%, acompanhando a evolução do quantitativo de pensionistas e aposentados, no contexto da transição demográfica vivenciada pelo país. Entre os anos de 1999 e 2002, o investimento<sup>79</sup>

<sup>78</sup> O RMI passou a vigorar a partir do dia 1º de julho de 1999.

<sup>79</sup> Do ponto de vista do patrimônio público, não há diferença entre *Investimentos* e *Inversões Financeiras*, pois numa ou noutra conta classificam-se transações que geram mudanças patrimoniais. A distinção entre essas

médio anual foi de R\$ 32,51 bilhões, enquanto os gastos com inversões financeiras foram em média de R\$ 89,11 bilhões. Cabe observar que enquanto o dispêndio com investimento apresentou variações entre os anos de 1999 a 2002, que não permitem identificar tendência ao crescimento, os gastos financeiros (juros e encargos) somados à amortização, sem efeitos multiplicadores na economia, cresceram 33,38%, refletindo não apenas os efeitos da desvalorização cambial de 1999, como também as elevadas taxas de juros praticadas no período.

**Tabela 17 – Despesa liquidada com juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 1998 - 2002 - (em R\$ de dezembro 2020)**

Ano	Juros e encargos	Amortização	Juros encargos + Amortização	Refinanciamento	Investimentos
1998	117.501.545.761	93.088.979.862	210.590.525.623	750.256.247.062	31.592.691.035
1999	158.766.861.359	95.146.639.077	253.913.500.436	942.481.339.821	24.347.158.431
2000	128.282.667.395	145.013.184.772	273.295.852.167	994.163.793.733	33.360.208.488
2001	162.039.415.577	167.620.906.624	329.660.322.201	675.094.294.062	44.732.344.077
2002	150.660.558.881	188.013.325.270	338.673.884.151	642.960.557.831	27.609.394.271
Ano	Inversões financeiras	Pessoal e encargos sociais	Saúde <sup>1</sup>	Educação <sup>2</sup>	Previdência social <sup>3</sup>
1998	272.065.332.241	182.841.189.215	63.342.645.494	56.822.978.516	309.532.082.066
1999	198.903.338.759	180.524.104.918	67.033.316.471	56.223.669.320	310.999.271.958
2000	37.726.028.893	192.385.637.487	66.958.034.634	35.068.901.520	308.552.042.162
2001	62.728.148.506	200.797.038.029	72.508.057.024	35.703.056.494	329.942.962.338
2002	57.079.601.410	204.556.223.177	69.344.003.389	36.049.981.622	335.936.968.045

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 1998-2002).

**Nota:** Corrigido pelo IPCA para valores constantes de dezembro de 2020;

1 Em 1998 e 1999 inclui saúde e saneamento;

2 Em 1998 e 1999 inclui educação e cultura;

3 Em 1998 e 1999 inclui previdência e assistência social.

---

duas contas se deve aos seus efeitos multiplicadores sobre a economia: as primeiras representam criação de riqueza nova, irradiando efeitos multiplicadores mais poderosos para a economia e a renda nacional; enquanto as segundas, por se referirem às riquezas já existentes, não geram efeitos positivos para a renda nacional, por se caracterizarem como transferência de propriedades entre os agentes econômicos.

Comparando-se a despesa enquanto proporção do produto (Tabela 18), verifica-se que, entre 1999 e 2002, o gasto médio com o pagamento de juros e encargos manteve uma média anual de 3,78%, com oscilações que refletiram tanto as alterações na taxa de juros quanto a taxa de crescimento do PIB, cuja média anual correspondeu a 2,33% no período. No quadriênio encerrado em 2002, a participação da despesa com juros no total do dispêndio apresentou média anual de 7,74%. Quando somados os dispêndios com juros e amortizações, verifica-se uma participação média de 7,52% no PIB e de 15,49% no total das despesas.

**Tabela 18 – Despesas liquidadas com juros e encargos, amortização, refinanciamento, investimentos, inversões financeiras, gastos com pessoal, saúde educação e previdência social: 1998 - 2002 - (em % do PIB e % do gasto total)**

Ano	Juros e encargos		Amortização		Juros + Amort.		Refinanciamento		Investimentos	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
1998	3,0740	6,1603	2,4354	4,8804	5,5094	11,0407	19,6279	38,5740	0,8265	1,6563
1999	4,1698	7,7065	2,4989	4,6184	6,6687	12,3249	24,7531	44,7562	0,6394	1,1818
2000	3,2387	6,3004	3,6611	7,1221	6,8998	13,4225	25,0992	47,7246	0,8422	1,6384
2001	4,0142	8,7526	4,1524	9,0541	8,1666	17,8067	16,7239	34,9104	1,1081	2,4162
2002	3,7118	8,1876	4,6320	10,2176	8,3438	18,4052	15,8405	33,9228	0,6802	1,5004
Ano	Inversões financeiras		Pessoal e encargos sociais		Saúde <sup>1</sup>		Educação <sup>2</sup>		Previdência social <sup>3</sup>	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
1998	7,1177	14,2636	4,7834	9,5858	1,6571	3,3209	1,4866	2,9791	8,0978	16,2278
1999	5,2240	9,6547	4,7412	8,7626	1,7605	3,2538	1,4766	2,7291	8,1680	15,0958
2000	0,9525	1,8529	4,8571	9,4488	1,6905	3,2886	0,8854	1,7224	7,7899	15,1542
2001	1,5539	3,3883	4,9743	10,8461	1,7962	3,9166	0,8845	1,9285	8,1736	17,8220
2002	1,4063	3,1020	5,0396	11,1166	1,7084	3,7685	0,8882	1,9591	8,2764	18,2565

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 1998-2002).

**Nota:** 1 Em 1998 e 1999 inclui saúde e saneamento;

2 Em 1998 e 1999 inclui educação e cultura;

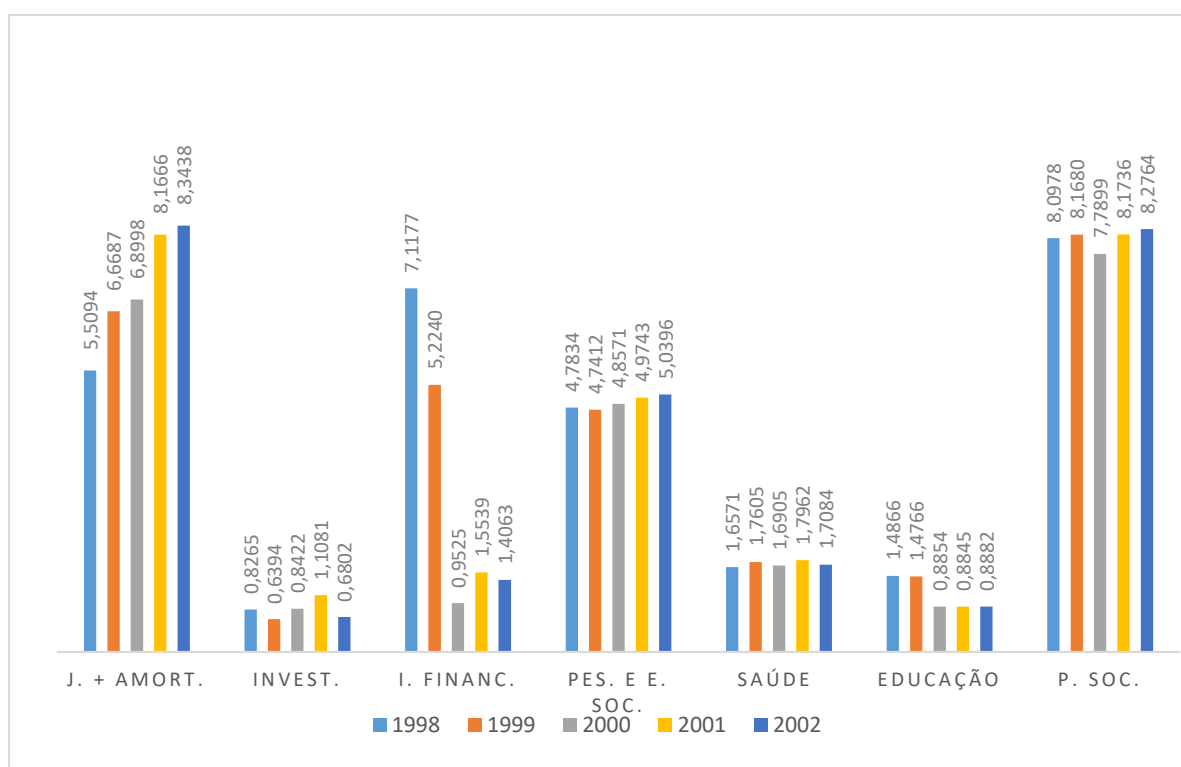
3 Em 1998 e 1999 inclui previdência e assistência social.

No mesmo período, o outro grande item de despesa, representado pela previdência social, manteve a tendência de crescimento da participação no produto, entre 1999 e 2002, com média de 8,10%, exceto no segundo ano, quando o PIB cresceu 4,39% em contraste com a média de 2,33% verificada no período. A participação desse item de despesa no total dos

gastos também revelou trajetória ascendente, com crescimento de 3,16% entre o primeiro e o último ano do quadriênio, com média de 16,51% nos quatro anos finalizados em 2002.

Outro item de gasto social considerado relevante para a maioria da população, representado pelo gasto com saúde, além de não ter crescido, apresentou redução nos dois últimos anos, tendo decrescido a participação no produto de 1,76% em 1999, para 1,71% em 2002, com a média de 1,74%, enquanto respondeu por 3,56% do gasto médio total nos quatro anos findados em 2002. A despesa do governo federal com educação, representada principalmente com educação superior manteve praticamente inalterada sua participação no PIB, em torno de 0,89% entre 2000 e 2002, enquanto na despesa total cresceu 0,24% no período, com média de 1,87% de participação no gasto (Gráfico 11).

**Gráfico 11 – Despesa com juros + Amortização, investimentos, inversões financeiras, pessoal e Encargos, saúde Educação e previdência social: 1998-2002 (em % do PIB)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 1998-2002).

**Nota:** 1 Em 1998 e 1999 inclui saúde e saneamento;

2 Em 1998 e 1999 inclui educação e cultura;

3 Em 1998 e 1999 inclui previdência e assistência social.

A despesa com pessoal, que fora artificialmente contida nos anos iniciais do Plano Real, principalmente com a não concessão de reajuste linear para o funcionalismo público, a

partir de 1995, a eliminação do adicional<sup>80</sup> de 1% a cada ano de efetivo exercício no serviço público e a concessão de reajustes pontuais para determinadas categorias de servidores a partir de 1998, apresentou um discreto crescimento em relação ao produto entre 1999 e 2002, elevando-se de 4,74% para 5,04%, entre o primeiro e o último ano, com média de 4,90% no período.

A participação no total da despesa apresentou crescimento mais significativo, elevando-se em 2,35% no quadriênio 1999-2002, o que corresponde a um crescimento de 27% no período, enquanto o dispêndio médio anual foi de cerca de 10,04%. Cabe ressaltar que tanto o aumento da participação dessa despesa no produto e principalmente no total dos dispêndios ocorreu numa conjuntura de contenção de gastos com pessoal em geral, advinda da *reforma gerencial do Estado*, que levou ao crescimento dos processos de informatização/automação e terceirização no serviço público. Por outro lado, a reestruturação das carreiras típicas de Estado, levadas a cabo pelo Poder Executivo Federal, se materializou na elevação de despesas com pessoal, sobretudo naquelas atividades consideradas como *atividades fins*.

Analisando-se a participação do investimento e das inversões financeiras, constata-se que o primeiro não apresenta tendência de crescimento, com uma média anual bastante reduzida, girando em torno de 0,82% de participação no PIB entre 1999 e 2002, enquanto as segundas não superaram a média anual de 2,28% no quadriênio encerrado em 2002. Porém, apresentaram expressiva queda entre 1999 e 2000, decorrente em grande parte da redução da participação da atividade empresarial do Estado na economia e do processo de reestruturação/capitalização<sup>81</sup> das empresas estatais levadas a efeito pós-Plano Real, cujo ápice ocorreu entre os anos de 1996 e 1999.

No que diz respeito à participação no total das despesas, o investimento teve média anual de 1,68%, entre 1999-2002, com variações que não permitiram identificar tendência de crescimento. Ao contrário, no ano de 2002, marcado pela crise do balanço de pagamentos e pelo processo eleitoral, chegou apenas a 1,50% das despesas. O quadriênio teve uma média de 4,50% da participação das inversões financeiras na despesa total, porém apresentando uma redução significativa entre o primeiro e o segundo ano, visto que a crise cambial de 1999 exigiu maior participação desse item de despesa no total dos gastos, em comparação com os anos

---

<sup>80</sup> Adicional devido a cada ano de serviço público federal efetivo, à razão de 1% incidente, somente, sobre o vencimento do cargo efetivo, devido ao servidor que tenha completado exercício até 08.03.1999, limitado ao percentual máximo 35%. O adicional foi alterado para quinquênio (5% a cada 05 anos) através da Lei n° 7.597, de 14 de abril de 1997 e extinto através da Lei n° 9.624, de 2 de abril de 1998.

<sup>81</sup> Este foi o caso da capitalização do Banco do Brasil ocorrida após seguidos resultados deficitários na década de 1990, conforme demonstram Andrade; Deos (2009).

subsequentes, registrando-se a passagem de 9,65% no primeiro ano para 1,85% em 2000, elevando-se para 3,89% e 3,10% nos últimos dois anos, mas sem retomar o patamar de participação anterior, conforme pode ser visualizado na Tabela 18.

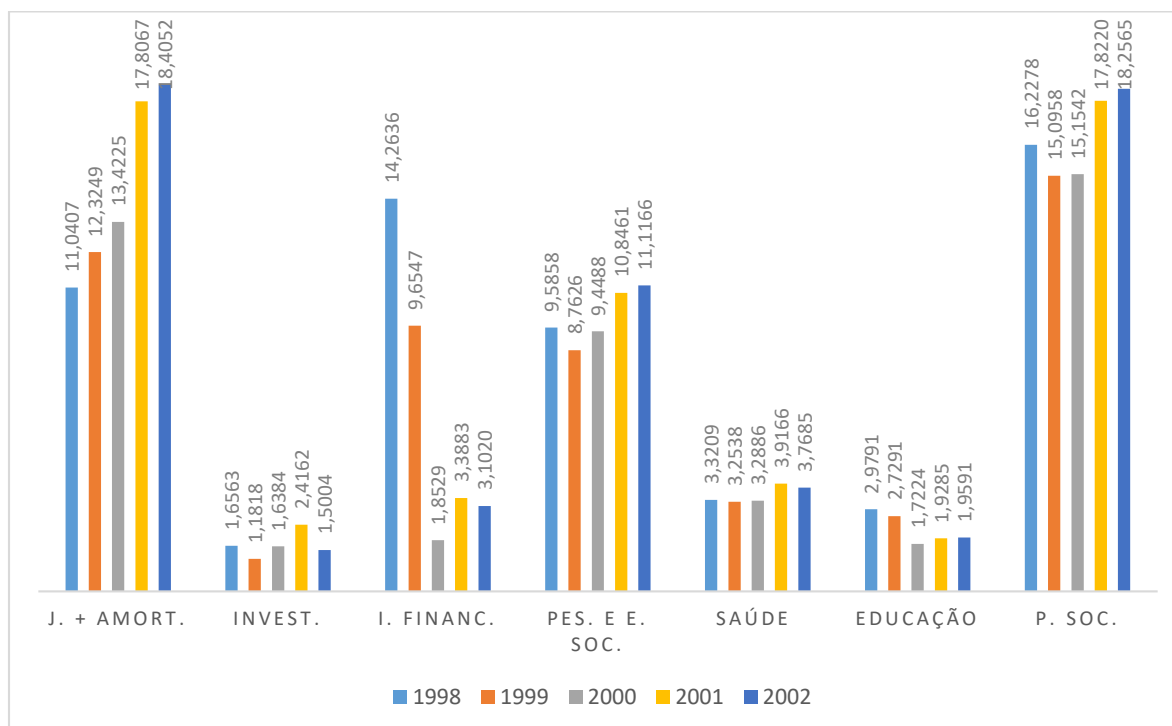
Entre os anos de 1999 e 2002, a participação das despesas sob a forma de refinanciamento da dívida pública apresentou uma média anual de 20,60% de participação no PIB, no entanto com uma sensível redução em 2001 e 2002, quando atingiram 16,72% e 15,84% respectivamente, após ter atingido o patamar de 25,10% no ano de 2000. Essa redução se deveu principalmente ao esforço empreendido pelos *policy makers* visando reduzir o estoque da dívida pública, notadamente da dívida mobiliária federal em mercado, para manter o critério de solvência do setor público, qual seja, diminuir o coeficiente da relação DLSP/PIB. Para tal intento, tornou-se crucial o concurso da Lei Complementar nº 101/2000, que viabilizou a produção de superávits primários mais elevados para o conjunto do setor público, condição indispensável à implementação do RMI, conforme as exigências do receituário ortodoxo.

Quando comparada com a despesa total, o gasto com refinanciamento também apresentou redução expressiva no mesmo período. Após ter se elevado de 44,76% para 47,72%, entre 1999 e 2000, verificou-se o recuo da participação entre 2001 e 2002 para 34,91% e 33,92% respectivamente, situando-se abaixo da média anual do período equivalente a 40,33%. A diminuição das despesas decorrentes do refinanciamento foram acompanhadas da elevação dos gastos com amortizações no mesmo período, principalmente com a redução da parcela da dívida atrelada ao dólar americano, que fora substituída por títulos pós-fixados e títulos pré-fixados com prazos de vencimento bastante reduzidos.

A tentativa de estabilização monetária logrou relativo êxito no período, embora tenha ultrapassado o centro da meta em 1999 e superado o limite superior nos anos de 2001 e 2002. O primeiro ano foi marcado pelos impactos da desvalorização cambial e pelo início da vigência do RMI no segundo semestre, ainda que a implantação do ajuste tenha tido sua continuidade nos anos subsequentes. O comportamento da inflação naquele ano acabou por não confirmar as perspectivas mais pessimistas traçadas pela ortodoxia, tanto em função dos reajustes dos preços ainda em 1998, frente à antecipação pelos agentes econômicos da insustentabilidade da paridade cambial, como também em consequência da forte política monetária contracionista e o aprofundamento do rigor fiscal levado a cabo ainda no ano anterior à desvalorização (Gráfico 12).



**Gráfico 12 – Despesa com juros+amortização, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 1998-2002**  
(em % despesa total)



**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados do Tesouro Nacional (Brasil, 1998-2002).

**Nota:** 1 Em 1998 e 1999 inclui saúde e saneamento;

2 Em 1998 e 1999 inclui educação e cultura;

3 Em 1998 e 1999 inclui previdência e assistência social.

Passado o primeiro ano de implementação de ajuste, o ano de 2000 foi marcado pelo crescimento econômico influenciado pela recuperação das exportações, retomada da ocupação da capacidade instalada, relativa redução da taxa Selic e pela expansão da liquidez no mercado financeiro internacional, o que permitiu um breve período de maior crescimento do produto, se comparado ao pífio desempenho dos anos imediatamente anteriores.

No entanto, no ano seguinte, o aprofundamento das medidas de austeridade, a retomada da elevação da taxa básica de juros, os efeitos do processo de privatização e o consequente subinvestimento na infraestrutura geradora de energia elétrica coincidiram também com um período de tempo de menores precipitações pluviométricas. Consequentemente, o país enfrentou um quadro de racionamento de energia e redução da atividade industrial, que crescera no ano anterior basicamente ocupando a capacidade instalada. Desse modo, a expansão experimentada em 2000 foi revertida e o teto da meta de inflação foi superado, a despeito do aprofundamento das medidas contracionistas.

O resultado da economia em 2002, marcado pela elevação do IPCA, principalmente em função da desvalorização cambial ocorrida no segundo semestre, foi influenciado não apenas pelo calendário político, mas também pela redução da liquidez no mercado financeiro internacional, corroborando o pressuposto de que o desempenho da economia brasileira e principalmente o desempenho fiscal são influenciados primeiramente pelas condições de liquidez no mercado externo, seguidas das taxas de juro e câmbio e, em última instância, pelo desempenho primário do setor público. Nesse ano a DLSP/PIB acentuou a trajetória de expansão, predominantemente influenciada pelo ajuste patrimonial decorrente da desvalorização cambial, que impactou diretamente o passivo externo e a parcela da Dívida Mobiliária Federal atrelada ao dólar. Outra variável determinante foi a saída de divisas que reduziu substancialmente o ativo da AM.

O conjunto das medidas de austeridade e a permanência da política econômica submetida às metas para a inflação não produziram os resultados *almejados* pelos *policy makers*. Entretanto, essas medidas adotadas permitiram a continuidade da expansão das despesas financeiras tanto em relação ao total de gastos quanto em relação ao produto, decorrendo, assim, a redução/estagnação dos dispêndios na área das políticas públicas destinadas aos setores de saúde e educação, além do *quantum* destinado ao investimento, uma vez que este não está definido por prévia vinculação orçamentária. A contenção de gastos nessa rubrica, por ter se tornado uma das variáveis de ajuste fiscal, produziu o quadro de precarização e obsolescência da infraestrutura a que o país foi submetido, comprometendo a perspectiva de desenvolvimento produtivo sustentável.

### **3.6 Conclusão**

A análise do período 1999-2002, no qual ocorreu a implementação da nova âncora fiscal (RMI), possibilitou explicitar o reduzido grau de autonomia dos condutores da política econômica para a execução de medidas que pudessem levar o País ao crescimento econômico com algum grau de inclusão social, por meio de políticas públicas para o atendimento de necessidades básicas e fundamentais: emprego, educação, saúde, previdência e assistência social, além de infraestrutura econômica que permitisse a redução da desigualdade.

Ao contrário, a adoção do RMI significou o aprofundamento e a perenização do ajuste fiscal, eufemisticamente denominado consolidação fiscal. A produção de superávits primários mais elevados se mostrou insuficiente para fazer face aos crescentes compromissos financeiros,

decorrentes da execução da permanente política monetária contracionista imposta pelo RMI, que produziu um pífio crescimento do produto, e arrecadação tributária insuficiente, a despeito de medidas que visavam expandi-la.

Por outro lado, os cortes de gastos/contingenciamentos de recursos levaram a um subinvestimento por parte do setor público, degradando ainda mais o quadro de insuficiência na oferta de infraestrutura, bens públicos e da prestação de serviços públicos essenciais, no entanto, garantiu a participação das despesas financeiras no orçamento de forma crescente.

Esse quadro reflete, do ponto de vista empírico, a proposição e a materialização do novo consenso macroeconômico, ficando a política fiscal subordinada à política monetária. Coube à primeira produzir os recursos necessários à manutenção da relação dívida/PIB, qualquer que fosse a taxa de juros, independentemente das razões apresentadas para a sua variação. De outro lado, a execução da segunda manteve patamar elevado de taxas de juros, justificado oficialmente como necessário ao controle da inflação, tida pela ortodoxia como inflação de demanda. E, com o objetivo não declarado, manteve a atração de capitais externos, para garantir a moeda nacional sobrevalorizada, com o objetivo de controlar o nível de preços.

O RMI não significou a total substituição do câmbio como mecanismo de controle de preços, pois este permaneceu aliado à contenção da demanda agregada, em função da política monetária e da política fiscal restritivas, agravando o grau de dependência do País aos capitais de curto prazo, portanto ampliando a vulnerabilidade externa. A criação permanente de *condições favoráveis* à recepção desses capitais contribuiu para repor continuamente o círculo vicioso de recessão, perda de competitividade interna e externa, baixo crescimento, taxas de juros elevadas, aumento da dívida pública e crescente participação das despesas financeiras, em detrimento da política fiscal voltada para o desenvolvimento econômico-social do País.

Portanto, o Regime de Metas de Inflação não traduziu uma inflexão na condução da política econômica; foi, antes de tudo, uma imposição dos organismos multilaterais na contingência dos anos 1990, quando do esgotamento das condições que favoreceram a implementação da nova geração de planos de estabilização, oriundos das determinações do *Consenso de Washington*.

Manteve-se a permanente necessidade de propiciar condições favoráveis aos *investidores*, notadamente a manutenção de taxas de juros elevadas com a finalidade de atrair o capital de curto prazo. O ingresso desse capital foi indispensável ao processo de apreciação cambial, no contexto das periódicas crises de liquidez e esgotamento de ativos privatizáveis. Além disso, reforçou a centralidade da taxa de juros como fator de atração de divisas mediante

ingresso de capitais voláteis, constituindo-se no principal fator de sobrevalorização da taxa de câmbio como mecanismo de contenção do nível geral de preços.

Ao contrário do que fora propalado pelos defensores do RMI, a elevada taxa de juros não atuou para combater uma inflação de demanda, como afirmam os monetaristas dos mais diferentes matizes, mas impulsionou a redução dos custos de produtos importados e dos demais bens *tradables* no mercado interno. O legado desse *modelo* de estabilização é o baixo crescimento econômico, elevado desemprego, aumento dos gastos financeiros do setor público, queda na arrecadação tributária e redução do investimento em políticas públicas e na infraestrutura econômica, desindustrialização precoce, perda de competitividade, além da permanente vulnerabilidade externa e submissão aos organismos multilaterais, representantes dos interesses do imperialismo.

Os efeitos negativos acima destacados da aplicação dos pressupostos do RMI evidenciam que, efetivamente a teoria de equilíbrio geral norteadora do NCM está constituída por elementos de uma construção das transações fictícias, portanto abstrai os traços do comportamento real dos agentes reais. Na realidade, se constitui como um paradigma utilizado pelas classes hegemônicas com a finalidade de obstruir um processo profundo de reordenação da economia, em direção a uma sociedade radicalmente democrática.

## 4 ALTERNÂNCIA DE PODER E CONTINUIDADE DA POLÍTICA ECONÔMICA: 2003-2006

### 4.1 Introdução

Neste capítulo são abordados aspectos da política econômica do período que abrange o final do governo FHC e, principalmente, do primeiro mandato do governo Lula. Nesse período, em que ocorreu a alternância de poder, verificou-se que as principais medidas de política econômica caminharam no sentido da manutenção e do aprofundamento da política de austeridade até então em curso.

A análise desse quadriênio está organizada em três tópicos que explicitam: a redução da vulnerabilidade externa e a manutenção da política contracionista; a fidelidade à política ortodoxa e a dinâmica dos gastos públicos.

No primeiro tópico, ressalta-se que a redução da vulnerabilidade se deveu à conjuntura extremamente favorável em âmbito internacional, com a elevação do preço das *commodities* aliada à demanda chinesa, que tornou a balança comercial superavitária no período.

No segundo tópico, evidencia-se que a melhoria das contas externas e a manutenção da fidelidade aos ditames ortodoxos não significou, no entanto, o abrandamento da política monetária contracionista. Pelo contrário, os influxos de moeda estrangeira, que levaram à expansão da liquidez em nível interno, provocaram a necessidade de esterilização, realizada com a colocação de dívida mobiliária em mercado a taxas de juros reais elevadas, subordinando a política fiscal à produção de superávit primário necessário para manter a relação dívida/PIB. Ao permanecerem fiéis à política econômica do consenso ortodoxo, os condutores da política econômica abriram mão de utilizar a política fiscal para impulsionar a demanda agregada e isso se refletiu na queda dos gastos públicos naquele quadriênio, conforme demonstrado por meio dos dados analisados.

No terceiro tópico, quando se analisam os principais itens de gastos, destaca-se o avanço das despesas financeiras, principalmente sobre o investimento e em relação aos gastos sociais, exceto a previdência. A continuidade e o aprofundamento da política de austeridade se refletiram no baixo crescimento do produto nesse período, evidenciando-se que o ajuste levado a cabo continuou seguindo o mesmo padrão dos anteriores, com cortes/contingenciamentos das despesas não protegidas pelos dispositivos legais de vinculação.

A manutenção da política econômica ortodoxa no período remete ao seguinte questionamento. Por que a alternância de poder, com a ascensão de um mandatário supostamente vinculado ao mundo do trabalho, não se traduziu em medidas de política econômica que se diferenciavam daquelas concebidas a partir do *mainstream* com seus efeitos deletérios já materializados desde o início da década de 1990.

#### 4.2 Vulnerabilidade externa e Política Monetária Contracionista

A alternância de poder no início de 2003, após a manifestação de mais uma crise do balanço de pagamentos no segundo semestre de 2002, não significou ruptura ou mesmo uma tênue mudança da política econômica até então vigente. Ao contrário, o governo que se iniciara em janeiro daquele ano, não apenas manteve como aprofundou a política econômica ortodoxa, baseada no Novo Consenso Neoclássico. Do ponto de vista externo, seria mantido o mesmo tipo de inserção liberal periférica que marcara o governo FHC, porém dada a conjuntura internacional altamente favorável, foi possível reduzir a vulnerabilidade externa<sup>82</sup> no primeiro mandato do Presidente Luís Inácio Lula da Silva (LULA), no período 2003-2006.

O fato de ter se verificado uma melhora substancial das contas externas no período, não pode ser creditado tão somente à capacidade de formulação/implementação da política externa, sobretudo a de comércio exterior, por parte do governo que se iniciara, mas se deveu em grande medida ao ciclo de expansão da economia mundial ocorrido no período, em função do dinamismo das chamadas *locomotivas* do sistema econômico internacional: Estados Unidos e China, razão pela qual pode-se afirmar que a redução da vulnerabilidade externa, verificada no período, foi de natureza conjuntural<sup>83</sup>.

Conforme apontam Filgueiras; Gonçalves (2007, p. 38):

Os Estados Unidos têm tido crescimento médio real do PIB de 3,2% no período 2003-2006, próximo da sua taxa média secular (3,3%). No entanto o efeito “locomotiva” dos Estados Unidos, que responde por 20% do PIB mundial (conceito paridade do poder de compra, PPP), decorre da natureza de suas políticas macroeconômicas e do seu impacto sobre o restante da economia mundial. No período em questão, as políticas monetária e fiscal têm sido expansionistas, embora a tendência tenha sido reduzir o grau de expansionismo dessas políticas.

---

<sup>82</sup> Vulnerabilidade externa entendida, segundo Filgueiras; Gonçalves (2007, p. 35), como a capacidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos.

<sup>83</sup> Para Filgueiras; Gonçalves (2007, p. 35), a “[...] vulnerabilidade externa conjuntural é determinada por opções e custos do processo de ajuste externo”. [...] “Depende positivamente das opções disponíveis e negativamente dos custos do ajuste externo. Ela é, essencialmente, um fenômeno de curto prazo”.

Nesse período a taxa de juros básica americana foi reduzida da média de 6,4% em 2000 para 1,0% em 2003, enquanto os gastos públicos foram expandidos, com o saldo fiscal do governo central tendo passado de um superávit de 2,0% do PIB em 2000, para um déficit de 4,8% do produto em 2003. Após a reversão do ciclo recessivo de 2001-2002, a taxa de juro foi aumentada continuamente a partir de 2003, até atingir 5% em 2006, e o déficit fiscal do governo reduziu-se, atingindo 2,6% no mesmo ano. Por outro lado, a dívida pública líquida do governo central passou de 41,4% em 2003, para 43,4% em 2006. No mesmo período a taxa de investimento norte americana cresceu de forma contínua, passando de 18,4% para 20,0% do PIB (Filgueiras; Gonçalves, 2007). Observam ainda os autores que:

O efeito “locomotiva” dos Estados Unidos se transmite internacionalmente por meio do déficit das contas de transações correntes do balanço de pagamentos do país. Esse déficit aumentou continuamente de US\$ 472 bilhões em 2002 para US\$ 857 bilhões em 2006. Como proporção do PIB, o déficit passou de 4,5% em 2002 para 6,5% em 2006. Ele tem um efeito multiplicador não desprezível sobre o conjunto da economia mundial (Filgueiras; Gonçalves, 2007, p. 39).

Além dos Estados Unidos, foi verificado de forma crescente no período o *efeito locomotiva* da China, decorrente da velocidade de seu crescimento e do aumento de sua participação na economia mundial, respondendo por 15% do PIB (*purchasing power parity* - PPP) em 2006. Entre 2003 e 2006 a economia chinesa apresentou taxas crescentes de expansão, com 10,0% no primeiro ano e atingindo 10,7% no último, o que correspondeu a uma média anual de 10,3%. Nesse período, a taxa de investimento cresceu continuamente naquele país, com a relação média entre a formação bruta de capital fixo e o PIB, situando-se em torno de 40%. Outro fator determinante para o dinamismo da economia da China foi a sua elevada competitividade internacional.

Os países desenvolvidos da Europa e o Japão experimentaram políticas fiscais e monetárias expansionistas, entre 2003-2006, que provocaram melhora no desempenho econômico em comparação com as taxas de crescimento verificadas nos anos 1990. Nesse sentido, a expansão dessas economias se transmitiu internacionalmente por meio do comércio, e a exportação se constituiu em importante fonte de expansão da renda tanto em países da Ásia como da América Latina, da qual o Brasil é exemplo.

A fase de ascensão do ciclo da economia mundial do início da década de 2000, caracterizou-se tanto pelo crescimento do volume de comércio exterior quanto pela elevação dos preços em nível internacional, com o aumento real das exportações superando o crescimento real do PIB mundial, em todos os anos do período em análise. Conforme destacam Filgueiras; Gonçalves (2007, p. 41):

A pressão dos preços internacionais não é desprezível, especialmente no caso do petróleo e das outras *commodities*. [...] No período 2003-2006 o petróleo acumulava elevação de preços superior a 150%, enquanto as outras *commodities* acumulam aumentos de preços de 80%. A aceleração dos preços internacionais abrange também os manufaturados, que acumulam aumentos de preços de 35% no período em questão.

O principal determinante da elevação dos preços internacionais no período foi a pressão exercida pela expansão da renda e o crescimento da importância da China na economia mundial, além de sua demanda por matérias primas e produtos agrícolas. A título de exemplo, no ano de 2005, o país asiático respondeu por 7,3% das exportações mundiais de bens, somente sendo superado pela Alemanha e pelos Estados Unidos. No mesmo ano, suas importações corresponderam a 6,1% do valor das importações mundiais de bens. No seu processo de expansão, a China, ao se tornar uma das principais economias mundiais, com elevadas taxas de investimento e crescimento econômico passou a exigir volume crescente de insumos, notadamente produtos primários, que são adquiridos no mercado internacional.

Sobre a elevação da demanda Chinesa por *commodities*, especialmente alimentos, Prates (2007, p. 338) afirma:

No âmbito das *commodities* agrícolas, a ampliação anual das quotas de importação até 2006 foi generalizada e expressiva. Dada a escassez de terra arável e o aumento da demanda por alimentos e *commodities* agrícolas, em função do crescimento populacional, a redução da proteção do setor agrícola com a entrada na OMC impulsionou as importações desses bens.

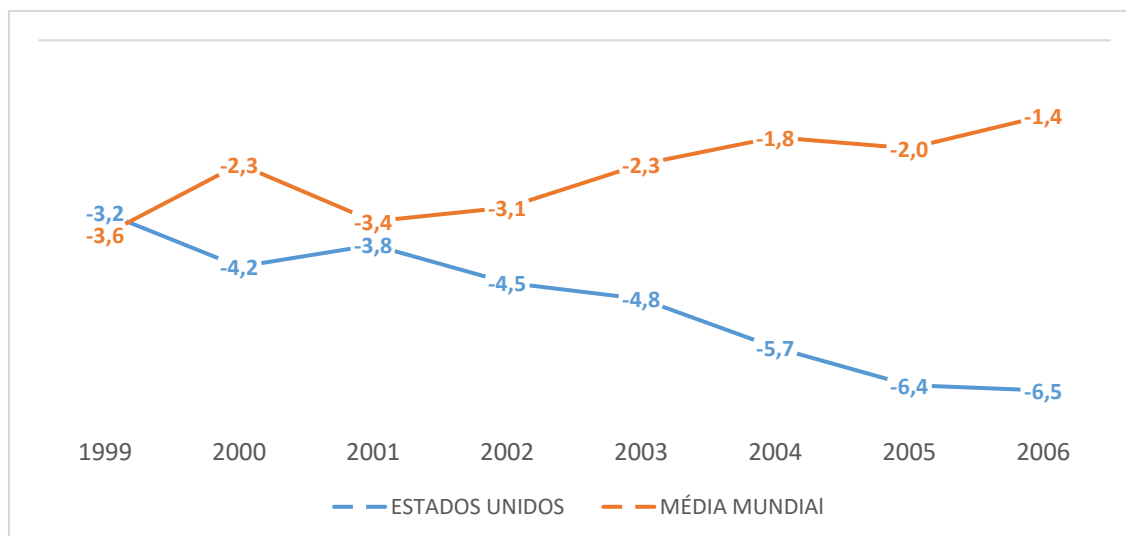
Verificou-se também a expansão do investimento, decorrente do aumento do excedente econômico, no entanto, o dinamismo da economia mundial na segunda metade da década de 1990 e nos anos 2000, igualmente produziu riqueza que foi orientada para aplicações financeiras internacionais, fazendo com que se expandissem significativamente as quantidades de ativos monetários e financeiros, do que resultou a elevação da liquidez internacional verificada na primeira década deste século.

A expansão da liquidez internacional tem como fator determinante o chamado *déficit gêmeo*<sup>84</sup> dos Estados Unidos, resultando em uma situação de *excesso de dólares*, o que fez com que a moeda norte-americana se desvalorizasse 30% em relação ao euro entre 2002 e 2006. O aumento do desequilíbrio do balanço de pagamentos do país emissor da moeda mundial produziu no período entre 1999 e 2006 a diminuição no déficit do resto do mundo, como mostra o Gráfico 13.

---

<sup>84</sup> Situação em que o déficit do setor público é financiado com a expansão da oferta de moeda, levando ao aumento da demanda interna, que passa a ser atendida parcialmente por importações, o que causa a expansão do déficit em transações correntes, potencializado pela deterioração dos resultados da balança comercial.



**Gráfico 13 – Déficit do balanço de pagamentos em % do PIB: 1997-2006**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do IMF (2007).

De acordo com o FMI, a expansão da liquidez internacional fica evidenciada pelo aumento das reservas internacionais, que cresceram mais de 100% entre 2002 e 2006, passando de US\$ 2,4 trilhões no primeiro ano, para US\$ 4,9 trilhões no final do período (IMF, 2007). Em comparação com o PIB mundial, as reservas se expandiram continuamente, saindo de 10,9%, para 14,1% entre o primeiro e o último ano do período. Essa conjuntura foi extremamente favorável para os países em desenvolvimento e que apresentavam problemas estruturais de vulnerabilidade<sup>85</sup> externa. Com efeito, ocorreu uma melhora generalizada e significativa dos indicadores de vulnerabilidade financeira externa desses países.

No período em análise, o saldo da conta corrente do balanço de pagamentos dos países que se encontravam nessa situação passou de US\$ 77 bilhões em 2002 para US\$ 544 bilhões em 2006. Com a melhora do saldo global das contas externas, as reservas internacionais desses países praticamente triplicaram, passando de US\$ 1.075 bilhões em 2002 para US\$ 3.019 bilhões em 2006 de acordo com o FMI (IMF, 2007).

De fato, no período 2003-2006, ocorreu uma mudança substancial no que diz respeito à vulnerabilidade externa conjuntural da economia brasileira, como parte da redução desse indicador em âmbito mundial, conforme dados constantes da Tabela 19. Porém, no que se refere aos determinantes estruturais da vulnerabilidade, não é possível afirmar que a situação tenha efetivamente evoluído de forma positiva. No período, ocorreram dois fatores relevantes: “(I)

<sup>85</sup> Segundo Filgueiras; Gonçalves (2007, p. 35), “[...] vulnerabilidade estrutural decorre de mudanças relativas ao padrão de comércio, da eficiência do aparelho produtivo, do dinamismo tecnológico e da robustez do sistema financeiro nacional. A vulnerabilidade externa estrutural é determinada, principalmente, pelos processos de desregulamentação e liberalização nas esferas comercial, produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país. Ela é, fundamentalmente, um fenômeno de longo prazo”.

diminuição dos indicadores conjunturais de vulnerabilidade externa do Brasil; e (II) este fenômeno é generalizado para o conjunto da economia mundial. Ou seja, a redução da vulnerabilidade externa conjuntural é determinada, principalmente, por variáveis exógenas” (Filgueiras; Gonçalves, 2007 p. 49).

**Tabela 19 – Indicadores de vulnerabilidade externa, Brasil e mundo: 1995-2006**

Ano	Saldo de transações correntes do balanço de pagamentos (% do PIB)		Reservas internacionais/Importação de bens CIF, mensal (%)		Exportações de bens FOB/PIB (%)	
	Brasil	Mundo	Brasil	Mundo	Brasil	Mundo
1995	-2,4	-4,2	11,1	4,3	6,0	27,1
1996	-2,8	-4,7	12,4	4,6	5,7	27,2
1997	-3,5	-4,3	9,7	4,7	6,1	27,5
1998	-4,0	-5,7	8,4	4,8	6,1	27,4
1999	-4,3	-3,7	8,1	5,0	8,2	27,9
2000	-3,8	-2,0	6,6	4,9	8,5	31,2
2001	-4,2	-3,1	7,3	5,1	10,5	30,8
2002	-1,5	-2,9	9,1	5,9	11,9	30,9
2003	0,8	-2,2	11,6	6,0	13,2	31,6
2004	1,8	-2,1	9,5	5,8	14,5	33,6
2005	1,6	-2,5	8,3	5,8	13,4	34,3
2006	1,3	-2,1	10,7	5,7	12,9	36,4

**Fonte:** Extraído de Filgueiras; Gonçalves (2007, p. 51).

Tomando-se a relação entre o saldo do balanço de pagamentos em transações correntes e o PIB, como um dos indicadores frequentemente utilizados para avaliar as condições das contas externas de cada país, constatou-se que, para o conjunto da economia mundial, o déficit cresceu continuamente até 1998. No caso da economia brasileira, o indicador mostra a expansão do déficit ao longo do período 1995-1999, estabilizando-se nos três anos seguintes. A partir de 2003, surgiu uma tendência de melhora desse indicador, que passou de deficitário: -1,5%, em 2002, para superavitário 1,3% em 2006. No último período, o país acompanhou o conjunto da economia mundial, reduzindo a vulnerabilidade externa, quando avaliada por meio desse critério.

Utilizando-se como indicador a relação entre reservas internacionais brutas e o valor médio das importações *Cost Insurance And Freight* (CIF) de bens, que informa quantos meses de importação estão garantidos pelas reservas internacionais, caso sejam mantidas inalteradas as condições vigentes, constatou-se que para o conjunto da economia mundial ocorreu uma

tendência de elevação desse indicador até 2003, com relativa estabilidade no período 2004-2006.

No caso da economia brasileira, constatou-se uma tendência de queda dessa relação entre 1995 e 2000, com inversão, elevando-se no triênio 2001-2003, e uma nova redução entre 2004-2005, elevando-se em 2006. Verifica-se, desse modo, que para o conjunto da economia mundial a tendência foi de aumento das reservas internacionais ao longo do período 1995-2006, indicando, portanto, redução da vulnerabilidade externa, enquanto o Brasil apresentou comportamento irregular quando avaliado por esse indicador.

Outro indicador é a relação entre as exportações de bens *free on board* (FOB) e o PIB, ou seja, o grau de abertura comercial<sup>86</sup>. Para o conjunto da economia mundial, esse indicador apresentou tendência de crescimento durante todo o período 1995-2006. No caso do Brasil, houve aumento de 1995 a 2004, com queda nos dois últimos anos. Tanto para o conjunto da economia mundial quanto da economia do Brasil, constatou-se a tendência de aumento da vulnerabilidade externa<sup>87</sup>, em função da maior abertura comercial. Esse processo de expansão comercial aprofundou a dependência das economias nacionais, quando analisadas, individualmente, em relação à evolução do sistema mundial de comércio.

Foi nessa conjuntura favorável do ponto de vista internacional, que o Brasil apresentou mudanças relativas em seus indicadores, no que se refere ao crescimento do produto, emprego, da renda, além do acúmulo de reservas internacionais, num contexto de elevação da liquidez no mercado financeiro internacional, sem que para isso tivesse deslançado um processo de reversão da vulnerabilidade estrutural<sup>88</sup>. Tampouco, equacionou o problema da baixa competitividade, determinada em grande parte pela política macroeconômica levada a cabo desde a montagem do Plano Real e aprofundada na perspectiva ortodoxa a partir da crise cambial de 1998. O atrelamento à política econômica ortodoxa, no período 2003-2006, se

---

<sup>86</sup> Estudo do Banco Mundial (Loayza; Raddatz, 2006) concluiu que o grau de abertura é determinante estrutural da vulnerabilidade externa, na medida que esse indicador está fortemente relacionado com os efeitos da deterioração dos termos de troca sobre a renda.

<sup>87</sup> Vulnerabilidade pode ser compreendida como tendo três componentes distintos: a natureza dos choques em questão, a exposição de um país a esses choques e a capacidade do país de reagir apropriadamente, ou sua resiliência (Guillaumont, 2001, 2009).

<sup>88</sup> A vulnerabilidade estrutural externa do Brasil não se alterou significativamente, pois sua estrutura produtiva e o desempenho da economia permaneceu dependente dos ciclos do comércio internacional. Essa estrutura tem predominância de produtos de menor densidade tecnológica aliada a produtos intensivos em trabalho e recursos naturais, de modo particular as *commodities* que ocuparam maior percentual das exportações brasileiras. Desse modo o funcionamento do mercado interno está condicionado a capacidade de exportação e obtenção de superávits comerciais para reduzir sua vulnerabilidade externa conjuntural, no entanto, esse processo expande a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira (Filgueiras; Gonçalves, 2007).

refletiu nas baixas taxas de crescimento do produto quando comparadas com as dos países em desenvolvimento e os da América Latina e Caribe, como pode ser observado na Tabela 20.

**Tabela 20 – Crescimento do PIB da economia mundial em %**

<b>Regiões/países</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Média</b>
<b>Países desenvolvidos</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>
EUA	2,7	3,9	3,1	2,9	3,2
Zona do Euro	0,7	2,0	1,4	2,8	1,7
Japão	1,4	2,7	1,9	2,2	2,1
<b>Países em desenvolvimento</b>	<b>6,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>
América Latina e Caribe	2,2	6,0	4,6	5,5	4,6
Brasil	1,1	5,8	3,2	4,0	3,5
Ásia	8,1	8,7	8,7	9,3	8,7
<b>Economia mundial</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>

**Fonte:** Extraído de Oliveira (2012, p. 270).

No quadriênio encerrado em 2006, a média de crescimento do PIB do Brasil superou apenas a dos países desenvolvidos e a do Japão, sendo ultrapassada pelo conjunto dos países em desenvolvimento em mais de 4% e situando-se abaixo da média mundial em 1,5%. Em relação aos países da América Latina e do Caribe, o crescimento do produto do Brasil foi inferior em 1,2%. Verificou-se que o crescimento do PIB do Brasil acompanhou o movimento realizado pela economia mundial, contudo mantendo uma distância considerável.

O baixo crescimento real do produto no Brasil deveu-se, entre outros fatores, à manutenção da carga tributária bruta elevada e fortemente baseada em tributos indiretos, somada às altas taxas de juros e à geração de elevados superávits fiscais primários, necessários para manter a relação dívida/PIB, de acordo com o regime de metas para inflação. Além disso, os compromissos assumidos com o FMI e a submissão do governo e dos *policy makers* ao credo liberal, tornou-os relutantes em procurar renegociar as condições do acordo, concorrendo para que o Brasil viesse a despontar como um dos países que menos aproveitaram, entre o grupo de emergentes, as condições internacionais extremamente favoráveis, que vigoraram entre 2003 e 2006.

**Tabela 21 – Evolução da meta da taxa Selic: 2003-2006**

Ano	Prazo de vigência		Meta da taxa Selic (%)	IPCA
2003	01/jan	22/jan	25,00	9,30
	23/jan	19/fev	25,50	
	20/fev	18/jun	26,50	
	19/jun	23/jul	26,00	
	24/jul	20/ago	24,50	
	21/ago	17/set	22,00	
	18/set	22/out	20,00	
	23/out	19/nov	19,00	
	20/nov	17/dez	17,50	
	18/dez	31/dez	16,50	
2004	01/jan	17/mar	16,50	7,60
	18/mar	14/abr	16,25	
	15/abr	15/set	16,00	
	16/set	20/out	16,25	
	21/out	17/nov	16,75	
	18/nov	31/dez	17,75	
2005	01/jan	19/jan	17,75	5,69
	20/jan	16/fev	18,25	
	17/fev	16/mar	18,75	
	17/mar	21/abr	19,25	
	22/abr	18/mai	19,50	
	19/mai	14/set	19,75	
	15/set	19/out	19,50	
	20/out	23/nov	19,00	
	24/nov	14/dez	18,50	
	15/dez	31/dez	18,00	
2006	01/jan	18/jan	18,00	3,14
	19/jan	08/mar	17,25	
	09/mar	19/abr	16,50	
	20/abr	31/mai	15,75	
	01/jun	19/jul	15,25	
	20/jul	30/ago	14,75	
	31/ago	18/out	14,25	
	19/out	29/nov	13,75	
	30/nov.	31/dez	13,25	

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

A orientação de política econômica prevalecente fica evidenciada por meio das metas da taxa Selic que vigoraram no período 2003-2006, conforme a Tabela 21 acima. Efetivamente, a política econômica implantada visava garantir a livre movimentação de capitais externos pelos circuitos financeiros internos (sobretudo mercado mobiliário e de ações), garantindo-lhes rentabilidade elevada e segura, combinada com a estabilidade dos preços, obtida com a permanência de taxas de juros extremamente altas e a geração de elevados e crescentes superávits fiscais primários. Essas medidas seriam capazes de assegurar o pagamento de parte dos juros da dívida, de modo a torná-la temporalmente sustentável, de acordo com papel reservado à política fiscal pelo *mainstream*. Desse modo, o ajuste fiscal permanente adquire centralidade como medida de garantia, conforme expresso por Mihaljek; Tissot (2003, p. 16):

[...] a fragilidade das finanças públicas é frequentemente considerada um indicador de alerta, ou seja, um sinal de outras fragilidades - e talvez ocultas - no resto da economia. Assim, os mercados atribuem importância específica à credibilidade fiscal quando avaliam a solidez dos indicadores macroeconômicos. Por exemplo, tendem a ser menos tolerantes com os déficits da balança corrente se o país for caracterizado por grandes fragilidades fiscais. Ou examinarão com mais rigor a saúde dos setores empresarial e bancário. Além disso, as preocupações com as finanças públicas podem comprometer os compromissos institucionais e torná-los insustentáveis. Por exemplo, acordos de taxas de câmbio fixas não parecerão credíveis e podem ser atacados em caso de desregramento fiscal (tradução nossa).

Comparando-se a menor meta da taxa Selic vigente em cada ano com o IPCA anual, percebe-se que a menor taxa de juro real praticada em 2003 ocorreu no período de 18 a 31/12, quando atingiu 7,2% de juros reais. No ano de 2004, o menor patamar de juros reais teve vigência num período de cinco meses, entre 15/04 e 15/09, quando atingiu 8,4% em termos reais. No ano seguinte, a menor taxa real vigorou durante dezenove dias entre 01/01 a 19/01, elevando-se para 12%. No último ano a menor taxa real teve vigência entre 30/11 a 31/12, quando atingiu 10,1%. Quando comparados com os dados referentes ao crescimento do produto (Tabela 20), verifica-se que há uma correlação entre o maior crescimento do PIB em 2004, com a vigência da taxa de juros abaixo de dois dígitos por cinco meses, o que não se verificou nos outros anos do período.

Além da política monetária contracionista, os condutores da política econômica, por decisão própria, impuseram, no início de 2003, a elevação do superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB<sup>89</sup> (pela metodologia anterior às revisões de 2007 e 2011), conforme observa Oliveira (2012, p. 274):

Para acalmar o mercado e se tornar mais confiável para o sistema financeiro internacional, o governo anunciou um surpreendente compromisso com a geração da meta fiscal relativa ao superávit primário: sem que nenhuma exigência tenha sido feita pelo FMI aumentando-a de 3,75% do PIB, nível estabelecido no acordo de setembro, para 4,25%. Surpreendente, à medida que frustrava as expectativas que ainda persistiam entre as forças de esquerda de que se caminharia para a negociação de uma redução do esforço fiscal exigido, visando aos investimentos públicos e às políticas sociais, e também porque tal medida colidia com a promessa do “espetáculo do crescimento”, que demandava, para se dar de forma sustentada, o fortalecimento da infraestrutura econômica e a consequente redução do “custo-Brasil”, um de seus mais sérios entraves.

A política de taxas de juros elevadas, tida pela ortodoxia como imprescindível para o controle da inflação, além de elevar o déficit público em função do aumento das despesas com juros, que aumenta o estoque da dívida (notadamente a dívida mobiliária federal), impõe a manutenção da elevada carga tributária bruta e a produção constante de vigorosos superávits primários obtidos mediante a redução das demais despesas correntes e da despesa de capital,

---

<sup>89</sup> Meta fixada de acordo com a metodologia anterior às revisões metodológicas realizadas em 2007 e 2011, para se adequar às recomendações do *System of National Accounts* (SNA) de 1993 e 2008, sugeridos pela Organização das Nações Unidas (ONU).

que se torna a variável de ajuste, por não ser vinculada, sendo alvo de cortes e contingenciamentos, desobrigando o Poder Executivo de realizar o desembolso.

Por outro lado, a política de restrição monetária mantida pelo governo do campo *democrático popular*, que se iniciou em 2003, aliada ao *boom* de *commodities* e à elevação da liquidez no mercado financeiro internacional, fariam com que as reservas internacionais crescessem de forma quase ininterrupta, entre janeiro de 2003 a dezembro de 2006, conforme expressa na Tabela 22. Essa conjunção de fatores permitiu a redução da vulnerabilidade externa conjuntural, sem que a questão estrutural, de mais difícil encaminhamento do ponto de vista político, sobretudo por contrariar interesses político-econômicos, fosse enfrentada. Ao contrário, continuou seu processo de agravamento, numa conjuntura em que a importância atribuída à estabilidade monetária não apenas sustentasse, mas também tivesse a capacidade de valorizar a riqueza na órbita da circulação financeira, levando à imposição da política econômica que foi implementada.

**Tabela 22 – Evolução das Reservas Externas - conceito de liquidez internacional: 2003-2006 (US\$ bilhões)**

Mês/Ano	2003	2004	2005	2006
Janeiro	38,771	53,261	54,022	56,923
Fevereiro	38,530	55,959	59,017	57,414
Março	42,335	51,612	61,959	59,824
Abril	41,499	50,497	61,591	56,551
Maio	43,373	50,539	60,709	63,380
Junho	47,956	49,804	59,884	62,670
Julho	47,645	49,665	54,687	66,819
Agosto	47,793	49,594	55,075	71,477
Setembro	52,675	49,496	57,007	73,392
Outubro	54,092	49,416	60,244	78,170
Novembro	54,426	50,133	64,276	83,133
Dezembro	49,296	52,934	53,799	85,839

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2011-2015) e BCB (2020).

A política econômica de forte restrição monetária do período, além de potencializar o crescimento da dívida pública, constituiu-se em fator determinante tanto para o acúmulo de divisas quanto para facilitar a arbitragem com a taxa de juros por parte dos especuladores residentes e forâneos no mercado financeiro interno. O ingresso de divisas<sup>90</sup> que propiciou a

<sup>90</sup> “[...] a livre mobilidade, muda o perfil dos capitais direcionados à periferia e estabelece fortes condicionantes a configuração da política macroeconômica, tornando-a refém da administração da inserção externa. De outro,

valorização cambial, conforme dados da Tabela 23, ainda abriu a possibilidade de arbitragem com o câmbio por parte dos investidores externos e de residentes controladores dos fundos *offshore*<sup>91</sup>. Essa política também contribuiu fortemente para a perda de competitividade externa e interna, levando ao aumento das importações de produtos manufaturados e à continuidade do processo de desindustrialização em curso, mesmo nos setores com menor agregação de valor, o que no futuro se revelaria problemático, nos breves períodos de expansão do consumo decorrentes da redução do desemprego.

**Tabela 23 – Cotação do dólar comercial - venda (R\$/US\$) fim de período: 2003-2006**

Mês/Ano	2003	2004	2005	2006
Janeiro	3,5258	2,9402	2,6248	2,2160
Fevereiro	3,5632	2,9138	2,5950	2,1355
Março	3,3531	2,9086	2,662	2,1724
Abril	2,8898	2,9447	2,5313	2,0892
Mai	2,9656	2,1291	2,4038	2,3005
Junho	2,8720	3,1075	2,3504	2,1643
Julho	2,9655	3,0268	2,3905	2,1762
Agosto	2,9665	2,9338	2,3637	2,1388
Setembro	2,9234	2,8586	2,2222	2,1742
Outubro	2,8562	2,8565	2,2543	2,1430
Novembro	2,9494	2,7307	2,2070	2,1668
Dezembro	2,8892	2,6544	2,3407	2,1380

Fonte: Extraído de Oliveira (2012, p. 273).

Entre o final de janeiro de 2003 e dezembro de 2003, o real apresentou uma valorização nominal de 18,05%; entre o primeiro e o último mês de 2004, a valorização correspondeu a 9,72%. No ano seguinte, a moeda nacional valorizou-se 10,82%, e em 2006 a apreciação correspondeu a 3,52%. Comparando-se a cotação da moeda americana entre o primeiro e o último mês do período, verifica-se uma valorização nominal de 39,36%, enquanto a inflação acumulada, medida pelo IPCA, correspondeu a 28,20%.

Mesmo com a continuidade da valorização cambial no período, somente em 2006 o índice oficial de inflação se situou abaixo do centro da meta. Nos outros anos, conforme pode ser observado na Tabela 24, a inflação oficial, medida pelo IPCA, situou-se acima do centro da

---

o novo padrão de concorrência intercapitalista modifica a natureza do investimento direto e dificulta as possibilidades de aprofundamento da industrialização nos países periféricos.” (Carneiro, 2008, p. 13).

<sup>91</sup> Fundo *Offshore* é um tipo de fundo de investimento cuja gestão ocorre no Brasil, mas os ativos encontram-se no exterior, em países onde os impostos são menores, a exemplo, Suíça, Ilhas Cayman e Luxemburgo.



meta. No entanto, ela foi elevada<sup>92</sup> em 2003 para 8,5% na revisão do acordo com o FMI, e assim considerada cumprida, com a utilização do teto da banda de variação.

**Tabela 24 – Meta de inflação e IPCA: 2003-2006**

Ano	Meta Central do CMN	Meta Ajustada	Banda de variação	Inflação efetiva (IPCA% a.a.)
2003	4,00	8,50	2,5	9,30
2004	3,75	5,50	2,5	7,60
2005	4,50	-	2,5	5,69
<b>2006</b>	<b>4,50</b>	<b>-</b>	<b>2,0</b>	<b>3,14</b>

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (1997-2002b) e IBGE (2024).

Além das taxas de juros elevadas, praticadas desde o início de 2003 e do retorno dos investimentos de *portfólio*, somaram-se outros fatores, que deram início à redução da vulnerabilidade conjuntural da economia brasileira, como o desempenho das exportações favorecidas pela recuperação da economia mundial e pelo aumento da demanda e dos preços internacionais das *commodities*. Essa redução da vulnerabilidade se deu de forma concomitante à queda contínua do *risco-país* e da gradativa melhoria da confiança dos investidores externos em relação à solvência do país.

Conforme os dados constantes da Tabela 25, as exportações passaram de US\$ 59,9 bilhões em 2002 para US\$ 72,6 bilhões em 2003, enquanto as importações no biênio aumentaram de US\$ 48,3 bilhões para US\$ 49,3 bilhões, o que proporcionou um saldo comercial de US\$ 23,3 bilhões, correspondente a 100% entre os dois anos, e um superávit de 0,64% do PIB no balanço de transações correntes, fato que ainda não havia ocorrido desde a implementação do Plano Real, além da elevação das reservas internacionais (Tabela 22), que se aproximaram de US\$ 50 bilhões em dezembro de 2003, com a redução da vulnerabilidade externa em curso, se considerada na perspectiva conjuntural.

<sup>92</sup> Carta Aberta, encaminhada pelo Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda, estabeleceu metas de 8,5% para 2003 e de 5,5% em 2004 (BCB, 2003).

**Tabela 25 – Exportações, importações, saldo comercial e saldo em transações correntes:**  
2003-2006 (em US\$ milhões)

Ano	Exportações (1)	Importações (2)	Saldo comercial (1-2)	Saldo transações correntes	Saldo T.C. em % do PIB
2002	59.941	48.275	11.667	-8.143	-1,60
2003	72.648	49.307	23.341	3.588	0,64
2004	95.919	63.814	32.106	11.093	1,66
2005	118.234	74.692	43.542	13.843	1,55
2006	137.050	92.531	44.519	13.089	1,18

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

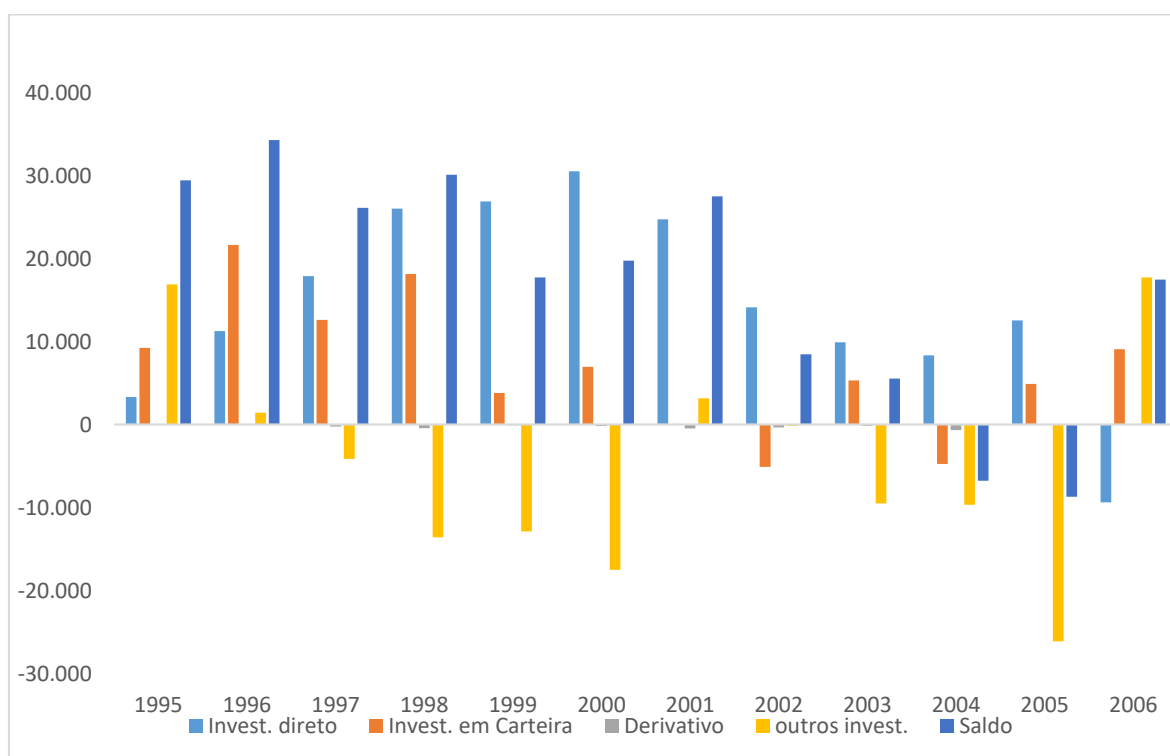
As exportações apresentaram crescimento de 128,64% entre 2002 e 2006, enquanto o saldo em transações correntes evoluiu de um déficit de US\$ 8,143 bilhões em 2002 para a posição superavitária de US\$ 13,089 bilhões em 2003. Comparando-se o primeiro e o último ano do primeiro mandato do governo Lula, verifica-se que o balanço de pagamentos em transações correntes apresentou crescimento de 264,80% no saldo superavitário. Por outro lado, os fluxos de Investimentos Externo Direto (ou Investimento Estrangeiro Direto - IED) que se mantiveram elevados no quadriênio anterior, contribuindo para financiar o déficit em transações correntes, diminuíram entre 2003 e 2006, com o esgotamento do estoque de ativos privatizáveis, conforme dados da Tabela 26. No último ano, o IED tornou-se negativo em função do aumento do investimento de empresas brasileiras em suas filiais no exterior. Esse movimento foi impulsionado pela forte apreciação do real, que em dezembro daquele ano era vendido a R\$ 2,1380.

O fluxo líquido de investimentos em carteira se deveu às elevadas taxas de juros praticadas no país. Em decorrência desse movimento de capitais, o saldo da conta financeira do balanço de pagamentos apresentou grande volatilidade entre 2003 e 2006. Em 2004 e 2005, houve déficit, o que, contraditoriamente, transformou o Brasil em exportador de capitais. Acrescente-se a isso, o término do acordo com o FMI, em 2005, implicando o pagamento do valor principal. Em 2006, pela primeira vez na história econômica brasileira, o IED tornou-se deficitário, algo considerado inusitado, uma vez que o país praticava uma das maiores taxas de juros do mundo, ao mesmo tempo que se tornava exportador de capitais (Gráfico 14).

**Tabela 26 – Fluxos líquidos de capitais: 1995-2006 (US\$ milhões)**

Ano	Invest. direto	Invest. em Carteira	Derivativo	Outros invest.	Saldo
1995	3.310	9.217	18	16.862	29.406
1996	11.261	21.619	-38	1.421	34.263
1997	17.877	12.616	-253	-4.136	26.105
1998	26.002	18.125	-460	-13.588	30.079
1999	26.888	3.802	-88	-12.898	17.703
2000	30.498	6.955	-197	-17.521	19.734
2001	24.715	77	-471	3.167	27.488
2002	14.108	-5.119	-356	-173	8.460
2003	9.894	5.308	-151	-9.522	5.529
2004	8.339	-4.750	-677	-9.687	-6.776
2005	12.550	4.885	-40	-26.115	-8.721
2006	-9.380	9.081	41	17.713	17.454

Fonte: Elaborado a partir de dados do BCB (2020).

**Gráfico 14 – Fluxos líquidos de capitais: 1995-2006 (US\$ milhões)**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

O desempenho favorável da balança comercial entre 2003 e 2006 foi determinante para o resultado superavitário do balanço de pagamentos em transações correntes no período, na conjuntura em que a manutenção de taxas de juros extremamente elevadas não garantiram, continuamente, o ingresso líquido de recursos através de investimento em carteira durante todo

o quadriênio. Pelo contrário, apresentou saída líquida de US\$ 4,76 bilhões em 2004, enquanto a conta financeira registrou déficit de US\$ 6,8 bilhões e US\$ 8,8 bilhões em 2004 e 2005, respectivamente.

### 4.3 Fidelidade à política ortodoxa

A relativa melhoria das contas externas, a partir de 2003, não significou o abandono da política econômica ortodoxa<sup>93</sup>. O que se assistiu foi o seu aprofundamento, com a equipe econômica se auto impondo metas de política fiscal ainda mais restritivas do que aquelas praticadas pelo governo anterior, como foi o caso da meta de superávit primário, elevada de 3,75% para 4,25% do PIB. O governo manteve-se fiel aos compromissos assumidos com a política de austeridade fiscal, como demonstra a Tabela 27, alcançando a meta de superávit primário por ele majorada em praticamente todos os anos entre 2003 e 2006 de acordo com metodologia de cálculo do PIB então em vigor.

Para a consecução de tais resultados, os condutores da política econômica contaram tanto com a forte contenção das despesas, a partir de 2003, como também com alterações na legislação tributária e previdenciária, que não caminharam no sentido de um sistema tributário mais equitativo, pelo contrário, foram de importância fundamental na perspectiva de continuidade da política econômica ortodoxa, a qual os condutores da política econômica do novo governo seguiriam com *crença típica dos recém-convertidos*.

A elevação do superávit primário, como forma de conter a expansão da dívida em relação ao PIB era tida como condição *sine qua non* para a retomada do crescimento econômico,

---

<sup>93</sup> Filgueiras; Gonçalves (2007) apontam para a existência de uma relação anômala entre o Brasil e o FMI, o fato de o então candidato Lula, em setembro de 2002 apoiar explicitamente o acordo acertado em 06 de setembro, entre o governo FHC e o Fundo, com validade até 31 de março de 2005. Segundo os autores, a anomalia do acordo entre o Brasil e aquela agência multilateral decorreu de três fatores: “[...] o primeiro é que o início da fase ascendente do ciclo da economia mundial em 2003 e a melhora das contas externas do país criaram condições suficientes para o rompimento do acordo já em 2003. No lugar desse procedimento, Lula decidiu pela elevação unilateral da meta de superávit fiscal primário definida na Carta de Intenção que acompanhava o acordo. A meta originalmente acertada no governo Cardoso foi de 3,75% do PIB. Lula propôs 4,25% na nova Carta de Intenções de fevereiro de 2003 (FMI, 2003).” (Filgueiras; Gonçalves, 2007, p. 71). É um fato inusitado na história de seis décadas das relações entre o FMI e seus 185 países-membros. O aumento da meta implicou arrocho fiscal adicional, que resultou no desempenho medíocre da economia nos anos seguintes. A segunda anomalia associada ao acordo com o FMI é que, no contexto de melhora da conjuntura internacional e das contas externas do país, o governo Lula abriu uma linha de crédito junto ao FMI no valor de US\$ 19,2 bilhões em 2003. Isto fez com que a dívida junto ao FMI chegasse a US\$ 29 bilhões naquele ano. A terceira anomalia é que essa dívida, de recursos não usados, custou ao país US\$ 3,65 bilhões na forma de pagamento de juros e taxas de administração. Ou seja, a simples manutenção de uma linha de crédito junto ao FMI custou mais de R\$ 7 bilhões a taxa de câmbio de R\$ 2,00/US\$, este recurso representou desperdício à medida que, já em 2003, a balança comercial apresentou superávit de US\$ 25 bilhões e as transações correntes também tiveram superávit equivalente a 0,8% do PIB.

como consta em documento do Ministério da Fazenda de abril de 2003: “O Brasil, para que possa retomar o crescimento econômico em bases sustentáveis, tem que sair da armadilha constituída pelo alto valor da dívida e outros passivos públicos em relação ao nosso produto”. Na página seguinte, o compromisso com o ajuste fiscal é afirmado: “Nesse sentido, o novo governo tem como *primeiro compromisso* da política econômica a resolução dos graves problemas fiscais que caracterizam nossa história econômica, ou seja, a promoção de um ajuste definitivo das contas públicas” (Brasil, 2003a).

No mesmo documento, o compromisso com o ajuste fiscal de longo prazo, isto é, permanente, é proposto como condição para reduzir a dívida pública interna e externa, caracterizando uma crítica à condução da política fiscal do governo FHC (Brasil, 2003a, p. 7).

A importância do ajuste fiscal de longo prazo não pode ser subestimada. Caso o Governo brasileiro tivesse realizado um superávit primário de 3,5% do PIB ao ano durante os últimos oito anos, a relação dívida/PIB hoje seria a metade da observada, mantidas todas as demais condições, inclusive as políticas cambial e monetária adotadas durante o período 1995-1998.

A centralidade do ajuste fiscal como meio de obter a confiança dos mercados e com isso assegurar a credibilidade dos *investidores* e conseqüentemente a melhoria da avaliação do *risco Brasil* é explicitada na afirmação abaixo:

Para escapar da armadilha resultante da elevada relação dívida/PIB, conjugada com uma conjuntura internacional restritiva, uma das tarefas do governo é a execução de uma política fiscal sólida nos próximos anos que traga consistência de médio e longo prazo às contas públicas, e uma melhoria da qualidade do ajuste fiscal realizado nos últimos anos. Para isso, são necessárias medidas que produzam superávits primários, neste e nos próximos exercícios, suficientes para reduzir a relação dívida/PIB e, portanto, os gastos futuros com o serviço da dívida. Uma indicação clara de consistência das políticas na área fiscal contribuirá para a queda no prêmio de risco do Brasil e do próprio custo da dívida doméstica e externa (Brasil, 2003a, p. 7).

Carvalho (2003, p. 25-26) antecipou sua avaliação sobre a condução da política macroeconômica pelos governos brasileiros pós-1990, destacando as condicionalidades definidas pelo FMI. Nesse sentido, é esclarecedora sua afirmação:

[...] durante o governo F.H. Cardoso a relação entre o Fundo e as autoridades brasileiras não se enquadraria no caso mais comum de submissão do governo de um país em crise às exigências da instituição internacional. O conceito de *apropriação* seria surpreendentemente válido no caso brasileiro, não pela flexibilidade do Fundo em considerar políticas anticrise alternativas às suas preferidas, mas pela adesão prévia e voluntária do governo Cardoso à posição liberal.

Ao se referir ao primeiro governo Lula, Carvalho (2003, p. 26) destaca:

A mudança de governo, em 2003, não trouxe mudanças nessa área. O governo Lula, nos seus primeiros meses, não apenas manteve as políticas conjunturais favorecidas pelo Fundo, como a prioridade concedida ao superávit primário e à manutenção de taxas de juros elevadas, como endureceu suas metas (aumentando o número desejado para o superávit primário), e emitiu sinais de que está inclinado a torná-las permanentes (o Ministério da Fazenda divulga documentos propondo metas de

superávit primário para vários anos à frente). Por outro lado, o próprio presidente envolveu-se pessoal e agressivamente na promoção de reformas, como a da previdência social, há anos demandada pelo Fundo mas que F.H. Cardoso não tinha sido capaz de implementar.

Posteriormente, Lopreato (2006b, p. 223), ao analisar os primeiros três anos do governo Lula, aponta que a produção de superávit primário elevado pode se revelar contraproducente em situações de deterioração da economia mundial e de restrição da liquidez internacional e acrescenta:

É interessante chamar atenção para o fato de que o gasto médio com juros nominais no triênio Lula (8,24%) superou o do período 1995/1998 (6,48%) e também o de 1999 a 2002 (7,95%), quando havia um quadro de deterioração da economia mundial e de restrição da liquidez internacional. Isto permite realçar o efeito perverso provocado pela forma de condução do regime de metas de inflação: o aumento do superávit primário no triênio, praticamente, só compensou o maior gasto com juros no período. Embora não haja, necessariamente, incompatibilidade entre o regime de metas de inflação e o equilíbrio fiscal, a rigidez com que é usado, desconsiderando os choques de oferta e a importância dos preços administrados na variação dos preços, trouxe problemas.

Configurou-se a passividade do governo Lula em relação ao regime de política macroeconômica, principalmente no que tange à submissão das demais políticas, em especial a política fiscal, à política monetária, no entanto, isso não resultaria em reconhecimento por parte do *mercado*, conforme afirma Lopreato (2006b, p. 223):

O não questionamento do regime de política macroeconômica, com a inflexibilidade exacerbada da política monetária, impôs restrições à política fiscal. Tornou-se patente que não basta garantir superávits primários nem desafiar velhas tradições políticas e sociais brasileiras. O enrijecimento da política de juros colocou sob suspeita todo o esforço já realizado e requereu a adoção de medidas restritivas adicionais, elevando o montante dos superávits primários acima das metas fixadas, pois, afinal, o mercado não abre mão do controle sobre a trajetória da dívida pública.

**Tabela 27 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2003 - 2006 (em % do PIB)**

Ano	Resultado nominal	Juros nominais	Superávit primário	Relação DLSP/PIB
2003	4,6	8,5	-3,9	54,8
2004	2,4	6,6	-4,2	50,6
2005	3,0	7,3	-4,4	48,4
2006	3,0	6,9	-3,8	47,3

**Fonte:** Extraído de Oliveira (2012, p. 285).

**Nota:** \* Resultados revisados posteriormente com a revisão do PIB e mudanças nas metodologias de seu cálculo mostram um superávit primário menor, como proporção do PIB, acompanhado, conseqüentemente, de mudanças também no resultado nominal. Aqui se utilizam dados anteriores para confirmar que, de acordo com as condições anteriores inclusive da metodologia utilizada, o governo Lula cumpriu fielmente os compromissos assumidos com a política de austeridade fiscal.

Verifica-se que entre 2003 e 2006, os condutores da política econômica se empenharam em cumprir as metas fiscais após a elevação do superávit primário, todavia o esforço na obtenção desse resultado como forma de contenção da dívida pública em relação ao

PIB, não pode ser creditado unicamente à contenção das despesas, pois, pelo lado da receita, o governo buscou aprovar mudanças na legislação referente à tributação e à previdência do setor público. E, embora esta última não viesse a produzir resultados imediatos, servia para sinalizar o compromisso do novo governo com a austeridade fiscal<sup>94</sup>, que se concentrava nas medidas de redução das despesas com pessoal e encargos no horizonte temporal do mandato.

Além da política de contenção de gastos, outras medidas para aumentar e desvincular receitas foram aprovadas ainda em 2003, tais como: I) prorrogação da CPMF até 2007, com a mesma alíquota de 0,38% (Brasil, 2003b); II) prorrogação da Desvinculação das Receitas da União (DRU) até 2007, com o mesmo percentual de 20% que vigorou até 2003 (Brasil, 2003b); III) a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE-combustível) passou a ser compartilhada entre os três níveis de governo; IV) aumento da alíquota da Contribuição Sobre o Lucro Líquido (CSLL) das empresas optantes pelo regime de lucro presumido de 12% para 32%, a partir de 1º de setembro de 2003 para a prestação de serviços em geral, permanecendo em 12% a receita bruta nas atividades comerciais, industriais, serviços hospitalares e transporte (Brasil, 2003c, art. 22); V) criação do Programa de Parcelamento Especial (PAES), o REFIS II e VI) prorrogação da alíquota de 27,5% do IRPF até 2005 (Oliveira, 2012).

Portanto, o ajuste fiscal implementado pelo novo governo aumentou a carga tributária bruta e continuou mantendo a desvinculação de recursos destinados à área social, além de aprofundar o baixo nível de investimento que vigorava desde o início do processo de estabilização monetária. Essa política teve como consequência níveis reduzidos de crescimento econômico com a continuidade das elevadas taxas de desemprego. Mesmo a expansão da atividade econômica que ocorreu em função do aumento das exportações já não seria capaz de elevar substancialmente a taxa de ocupação da força de trabalho, numa conjuntura em que a expansão da demanda interna passava a ser crescentemente atendida por importações, notadamente aquelas relacionadas a bens de consumo não duráveis.

Destaca-se, contudo, que a geração de superávits primários reduziu após as alterações na metodologia de apuração do PIB e das revisões do cálculo realizadas em 2007 e 2010 respectivamente, como pode ser observado na Tabela 28. Verifica-se que, após as modificações,

---

<sup>94</sup> A austeridade fiscal com efeitos expansionistas sobre o produto está longe de ser unanimidade, como mostra Breuer (2019) em seu artigo *Expansionary Austerity and Reverse Causality: A Critique of the Conventional Approach*, no qual explicita o debate sobre a abordagem convencional elaborada por: Alesina *et al.* (1995), Alesina; Perotti (1999), Alesina; Ardagna (1998, 2010, 2013) que tem se mantido hegemônica. Em contraponto a essa visão, Blanchard (1990); Breuer (2013, 2019) apresentam questionamentos a partir do argumento da causalidade reversa do ajuste fiscal, indicando que os gastos do governo têm elasticidade inferior a unidade, exceto as transferências. Portanto, a queda da relação dívida/PIB, resulta do crescimento do produto e não do aumento do superávit primário.

as metas para o resultado primário não foram alcançadas, porém, a dívida líquida do setor público apresentou redução significativa no período, o que permitiu reverter a tendência de crescimento verificada no final do governo anterior.

Esse movimento de redução deveu-se à diminuição da participação da dívida externa no montante da dívida líquida em decorrência do aumento das reservas internacionais e do processo de apreciação cambial que se acelerou a partir de 2003, impulsionada pelo aumento da liquidez no mercado financeiro internacional e pela rentabilidade das aplicações de *portfólio*, ao serem convertidas em reais, propiciada pelas elevadas taxas de juros<sup>95</sup> então vigentes. Além disso, os elevados superávits da balança comercial levaram ao processo de valorização cambial a partir de 2004, tendo como consequência a redução do custo da dívida externa em reais.

**Tabela 28 – Resultado revisado das contas do setor público consolidado: 2003 - 2006 (em % do PIB)**

Ano	Resultado nominal	Juros nominais	Superávit primário	Relação DLSP/PIB	Dívida interna líquida	Dívida externa líquida
2003	5,2	8,4	-3,2	54,3	43,2	11,0
2004	2,9	6,6	-3,7	50,2	42,4	7,8
2005	3,5	7,3	-3,7	47,9	44,8	3,1
2006	3,6	6,7	-3,2	46,5	47,6	-1,2

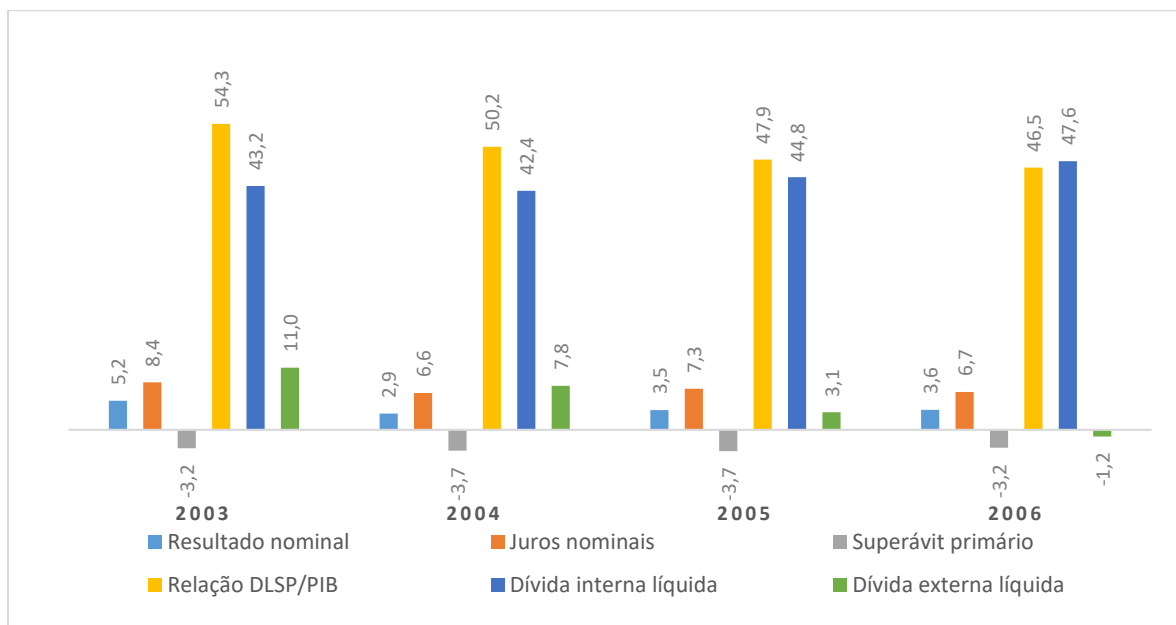
**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

**Nota:** (-) superávit (+) déficit.

Outro fator que contribuiu para a redução do passivo externo foi o resgate antecipado dos bônus de renegociação da dívida externa (*brides*) e a amortização de obrigações com os organismos multilaterais, realizada em parte com a compra de dólares no mercado, numa conjuntura de depreciação da moeda americana frente ao real. Entre 2003 e 2006, a dívida líquida do setor público consolidado reduziu sua participação no produto em 7,8%, enquanto a dívida líquida interna aumentou a participação em 4,4% no mesmo período. A dívida externa líquida apresentou redução de 12,2% no mesmo período, com o país tendo eliminado a dívida externa correspondente a 11% do produto, tornando-se credor líquido de 1,2% do PIB no final do quadriênio (Gráfico 15).

<sup>95</sup> Conforme observa Blanchard (2004), a fixação da taxa de juros nominais e reais elevada é capaz de aumentar a percepção de risco de *default* da dívida e levar à exigência de níveis mais elevados de rentabilidade para os títulos, vindo a se tornar mais um fator de resistência à queda da taxa de juros.



**Gráfico 15 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2003-2006 (em % do PIB)**

**Fonte:** BCB (2020).

**Nota:** (-) superávit (+) déficit.

O aumento das reservas internacionais, patrocinado principalmente pelos elevados saldos da balança comercial, exigiram da Autoridade Monetária a realização de operações de enxugamento da liquidez, o que, no contexto de elevação das taxas de juros, contribuiu decisivamente para a expansão da dívida mobiliária, fazendo com que a dívida líquida interna se expandisse nos dois últimos anos do período, tornando a elevação do superávit primário insuficiente para conter a expansão da dívida interna. No entanto, o esforço de ampliação do resultado primário, com aumento da restrição fiscal, aliado à elevação da taxa Selic fizeram com que o PIB e a taxa de investimento não apresentassem crescimento significativo, como pode ser observado na Tabela 29.

A redução da restrição externa a partir de 2003, determinada principalmente em função do desempenho da balança comercial, com efeitos multiplicadores no mercado interno, possibilitou taxas de crescimento do produto ligeiramente superiores à do período 1999-2002, cuja média foi de 2,3% conforme dados da Tabela 16, mas, ainda bastante reduzidas, tendo atingido 3,5%, como pode ser observado na tabela abaixo. O PIB *per capita*, depois de apresentar variação negativa de 0,2% em 2003, recuperou-se em 2004, contudo a taxa média de crescimento não superou 2,3%.

**Tabela 29 – Renda, investimento e emprego: 2003-2006**

Ano	2003	2004	2005	2006	Média
PIB, var. Real %	1,1	5,8	3,2	4,0	3,5
PIB per capita, var. real%	-0,2	4,4	2,0	2,8	2,3
Taxa de investimento %	16,7	17,4	17,2	17,3	17,2
Taxa de desemprego, Brasil %	10,5	9,7	10,2	9,2	9,9
Taxa de desemprego, RMs%	14,1	13,5	13,4	12,1	13,3

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2011-2015).

A taxa de desemprego apresentou oscilações tanto em nível nacional quanto nas regiões metropolitanas, sem que fosse possível identificar claramente qual a tendência dessa variável no período, enquanto a taxa de investimento oscilou positivamente entre o primeiro e o último ano. No entanto, se manteve em patamares reduzidos, em função do baixo nível de investimento do setor público verificado a partir da adoção do RMI e da entrada em vigor da Lei Complementar nº 101/2000 (LRF).

#### 4.4 Dinâmica dos gastos

O rígido controle dos gastos públicos pode ser constatado quando se analisa a execução orçamentária entre 2003 e 2006, uma vez que os gastos apresentaram crescimento moderado. Nesse período, o dispêndio com saúde cresceu 24,67% em valores constantes de 2020. No mesmo quadriênio, a despesa com educação apresentou crescimento modesto de apenas 3,90% em termos reais. O gasto com a previdência social, tido pela ortodoxia como um dos principais fatores de expansão do déficit público, apresentou aumento de 24,52% no período, o que corresponde a um crescimento médio de 6,13% ao ano. Outro item de despesa corrente apontado como grande responsável pelo descontrole dos gastos públicos, o gasto com pessoal e encargos, também apresentou crescimento pouco expressivo. Depois da redução de 3,70% entre 2002 e 2003, se expandiu 15,57% no quadriênio encerrado em 2006, o que representou um crescimento médio anual de 3,89%.

A despesa com pagamento de juros apresentou expansão de 96,12% entre 2003 e 2006, isso representou crescimento médio de 24,03% ao ano. Os gastos totais com amortização (dívida contratual + imobiliária) apresentaram redução de 45,56% entre 2003 e 2005 e aumento de 138,06% entre 2005 e 2006. Cabe ressaltar que no biênio foi realizado o esforço de resgate da dívida externa, tendo o país passado à condição de credor em nível internacional. No

quadriênio encerrado em 2006, a despesa com amortização apresentou crescimento real de 29,60%, correspondendo à média de 7,40% ao ano. Somando-se o total dos dispêndios com juros e amortização, observa-se expansão de 59,69% entre 2003 e 2006, correspondente a 14,92% de crescimento médio anual durante o período.

O gasto com investimento depois de recuar 41,71% entre 2002 e 2003, se expandiu 158,93% entre 2003 e 2006, perfazendo uma média anual de 39,73% no período. As inversões financeiras depois de terem crescido 2,44% entre 2002 e 2003, apresentaram ligeiro decréscimo de 3,02% no período, evidenciando a tendência de redução dos gastos por parte do governo federal desde a adoção do RMI e a aprovação da LRF (Tabela 30).

**Tabela 30 – Despesa liquidada com Juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2002 -2006 - (em R\$ de dezembro 2020)**

Ano	Juros e encargos	Amortização	Juros e encargos + Amortização	Refinanciamento	Investimentos
2002	150.660.558.881	188.013.325.270	338.673.884.151	642.960.557.831	27.609.394.271
2003	163.898.018.611	198.430.467.505	362.328.486.117	955.582.532.731	16.094.087.704
2004	172.412.381.412	165.988.480.838	338.400.862.250	844.793.799.036	25.189.514.515
2005	197.053.891.460	108.027.421.584	305.081.313.045	1.096.380.883.598	37.994.230.908
2006	321.442.589.258	257.170.987.123	578.613.576.382	801.380.377.336	41.672.847.673
Ano	Inversões financeiras	Pessoal e encargos sociais	Saúde	Educação	Previdência social
2002	57.079.601.410	204.556.223.177	69.344.003.389	36.049.981.622	335.936.968.045
2003	58.470.053.285	196.993.283.528	67.776.999.490	35.480.778.119	362.876.744.310
2004	50.028.311.958	207.320.251.208	76.437.742.048	33.690.230.626	383.683.972.423
2005	47.875.373.036	206.329.359.027	80.022.242.638	35.506.021.730	413.467.211.725
2006	56.706.069.278	227.661.613.125	84.503.844.208	36.867.587.865	451.886.229.511

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2002-2006).

**Nota:** \* Corrigido pelo IPCA para valores constantes de dezembro de 2020.

Analisando-se a evolução do gasto em relação ao PIB, verifica-se que a despesa com saúde por parte do governo federal recuou 7,42% entre 2002 e 2003 e apresentou uma expansão de 4,27% entre 2003 e 2006, com crescimento médio anual de 1,42%, insuficiente para retornar ao mesmo nível de participação verificado no último ano de mandato do governo FHC. A participação no total da despesa indicou redução de 17,73% entre 2002 e 2003 e expansão de 9,11% entre 2003 e 2006, o que correspondeu a um crescimento médio de 2,28% ao ano, porém, não retornando ao mesmo patamar de 2002 (Tabela 31).

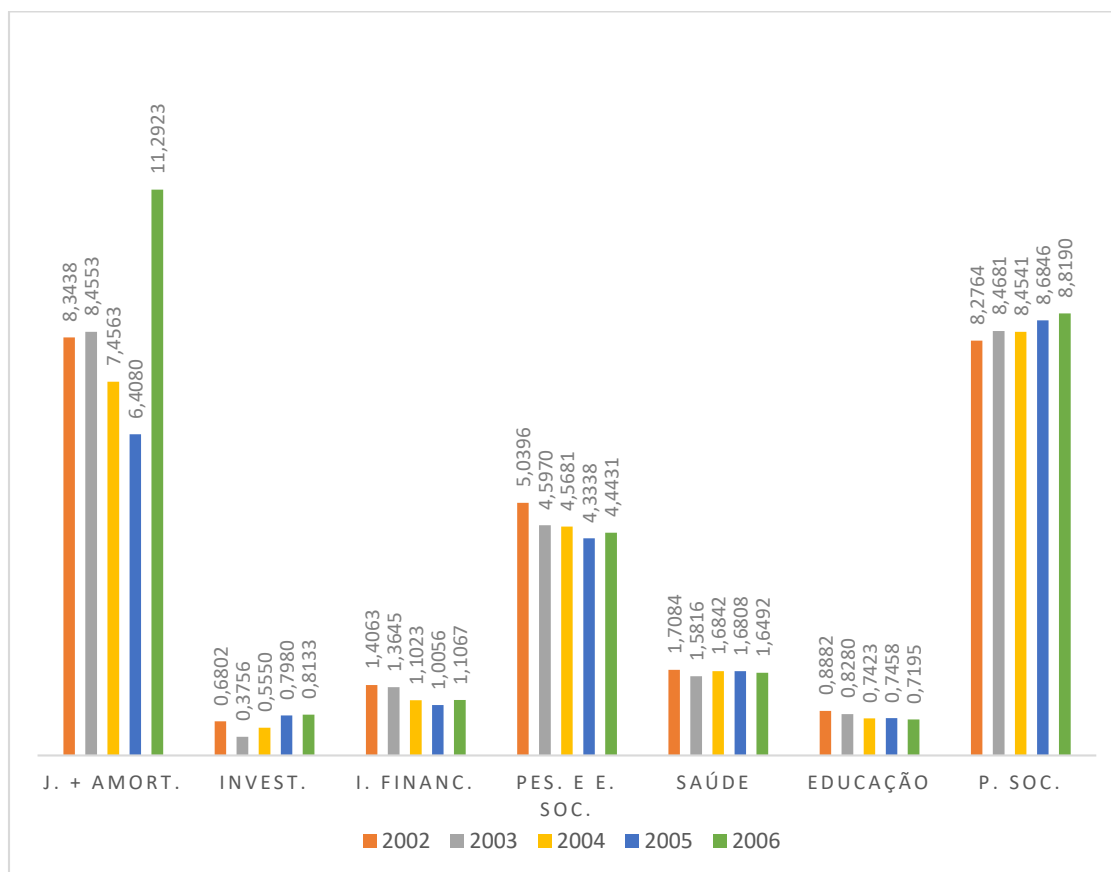
**Tabela 31 – Despesa liquidada com juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, saúde, educação e previdência social: 2002-2006 (em % do PIB e % do total)**

Ano	Juros e encargos		Amortização		Juros + Amort.		Refinanciamento		Investimentos	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
2002	3,7118	8,1876	4,632	10,218	8,3438	18,4052	15,8405	33,9228	0,6802	1,5004
2003	3,8247	7,4969	4,6306	9,0764	8,4553	16,5733	22,2995	43,7094	0,3756	0,7362
2004	3,7989	8,1893	3,6574	7,8842	7,4563	16,0735	18,6141	40,1263	0,555	1,1965
2005	4,139	8,1171	2,269	4,4499	6,408	12,5671	23,0286	45,1627	0,798	1,5651
2006	6,2733	12,8676	5,019	10,2948	11,2923	23,1624	15,6398	32,0799	0,8133	1,6682
Ano	Inversões Financeiras		Pessoal, e encargos sociais		Saúde		Educação		Previdência social	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
2002	1,4063	3,102	5,0396	11,1166	1,7084	3,7685	0,8882	1,9591	8,2764	18,2565
2003	1,3645	2,6745	4,597	9,0107	1,5816	3,1002	0,828	1,6229	8,4681	16,5984
2004	1,1023	2,3763	4,5681	9,8474	1,6842	3,6307	0,7423	1,6006	8,4541	18,2243
2005	1,0056	1,9721	4,3338	8,4992	1,6808	3,2963	0,7458	1,4626	8,6846	17,0318
2006	1,1067	2,27	4,4431	9,1135	1,6492	3,3828	0,7195	1,4758	8,819	18,0894

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2002-2006)

Entre 2002 e 2003, o dispêndio com educação reduziu sua participação no PIB em 6,78%. De 2003 a 2006 a participação no produto continuou sendo reduzida, passando de 0,83% para 0,72%, o que correspondeu a uma queda de 13,10% no período e uma média anual de perda da participação de 3,28%. A participação no total da despesa também sofreu redução de 17,16% entre 2002 e 2003. De 2003 a 2006 este item continuou decrescendo, passando de 1,62% para 1,48%, correspondendo a uma queda de 9,06% equivalente à média de 2,27% de redução anual. Destaca-se que essa redução das despesas com educação em relação ao produto ocorreu em um contexto no qual a média real de crescimento do PIB foi de 3,5% ao ano no quadriênio findado em 2006 (Gráfico 16).

**Gráfico 16 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e Previdência Social: 2002 - 2006 (em % do PIB)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2002-2006).

O gasto com a previdência social manteve a tendência de crescimento da participação no produto, refletindo o processo de envelhecimento da população, a ampliação do acesso aos benefícios e à política de valorização do salário-mínimo iniciada ainda no primeiro mandato do Presidente Lula. Entre 2002 e 2003, o dispêndio aumentou sua participação no produto em 2,32%. No período de 2003 a 2006, a participação no PIB cresceu 4,14%, com média anual de expansão de 1,04%. A participação no total das despesas apresentou redução de 9,08% entre 2002 e 2003. No entanto, entre 2003 e 2006, verificou-se aumento de 8,98% correspondendo à média anual de 2,25%, no contexto de redução de despesas não vinculadas e do esforço continuado para a elevação do superávit primário.

A redução da despesa com pessoal e encargos evidencia claramente a preocupação dos condutores da política econômica, em demonstrar o comprometimento com a produção do superávit primário exigido pelos organismos internacionais. Entre 2002 e 2003, a participação da despesa com pessoal no PIB foi reduzida em 8,78%. Esse processo teve continuidade entre 2003 e 2006, quando a participação no produto se retraiu em 3,35%, o que corresponde a um

decréscimo médio de 0,84% ao ano. A queda da participação no total de gastos foi ainda mais acentuada no primeiro ano do mandato do governo do *campo democrático popular*, com redução de 18,94% entre 2002 e 2003. No quadriênio encerrado em 2006, verificou-se uma expansão de 1,14%, correspondente à média de crescimento anual de 0,29%.

A despesa com juros aumentou sua participação no produto em 3,04% de 2002 para 2003. Entre o primeiro e o último ano do quadriênio encerrado em 2006, esse item de despesa financeira expandiu a participação no PIB em 64,02%, correspondendo a uma taxa média de crescimento anual de 16%. A participação na despesa total apresentou redução de 8,44% entre 2002 e 2003, porém, de 2003 a 2006, a participação da despesa com juros no total das despesas cresceu 71,64%, perfazendo média de expansão anual de 17,91%. A expansão do gasto em relação ao produto e ao total das despesas reflete a política monetária levada a cabo pela AM a partir de 2003, que mesmo após controlar a elevação dos preços do final de 2002 e início de 2003, provocada pela crise cambial, manteve taxas de juros reais médias superiores a 10% a.a. nos quatro anos que se seguiram.

O dispêndio com amortização permaneceu estável em 4,63% entre 2002 e 2003, reduzindo-se para 3,66% e 2,27% do PIB em 2004 e 2005, elevando-se para 5,02% em 2006. Entre 2003 e 2006, o dispêndio elevou-se em 8,39% do produto. Quando comparado com o total dos gastos, verifica-se que a despesa com amortização diminuiu 11,17% entre 2002 e 2003, voltando a aumentar entre o último ano e 2006, quando passou de 9,08% para 10,29% da despesa total, o que equivale a um crescimento de 13,42% durante os quatro anos. Cabe ressaltar que a elevação ocorreu no último ano, pois em 2004 e 2005, esses gastos representaram 7,88% e 4,50%, respectivamente, do total de despesas com amortização. O fato de essa despesa ter crescido tanto em termos de participação no produto quanto no total de gastos em 2006, depois da redução experimentada nos dois anos anteriores, se deveu principalmente à antecipação do pagamento de passivos externos, em dezembro de 2005, notadamente aqueles contraídos nas instituições multilaterais, como foi o caso do empréstimo junto ao FMI.

Somando-se o total de dispêndio financeiro (juros + amortização), exceto refinanciamento, constata-se que a despesa apresentou crescimento de 1,34% na participação do PIB, entre 2002 e 2003, reduzindo-se ainda mais para 7,46% e 6,41% do produto em 2004 e 2005 respectivamente. Ao término dos quatro anos encerrados em 2006, a participação da despesa no produto atingiu 11,29% do PIB, o que corresponde a um aumento de participação da ordem de 33,55% quando comparada a 2003. O avanço em relação ao total de gastos ocorreu no último ano do quadriênio encerrado em 2006. Depois de recuar 9,95% entre 2002 e 2003,

reduzindo a participação de 18,41% para 16,57% do total do gasto, essa despesa respondeu por 16,07% e 12,57% em 2004 e 2005 respectivamente, elevando-se no último ano para 23,16%, equivalente à expansão de 39,76% entre o primeiro e o último ano do quadriênio findado em 2006, com a média anual de crescimento de 9,94%.

Por outro lado, o refinanciamento apresentou elevação de 15,84% para 22,30% do PIB entre 2002 e 2003, reduzindo-se para 18,61% no ano seguinte, voltando a subir em 2005, quando atingiu 23,03% e reduziu para 15,64% em 2006. Entre 2003 e 2006, a participação no produto apresentou redução de 29,86%, com uma retração média de 7,47% durante o quadriênio. A participação na despesa total se expandiu entre 2002 e 2003, passando de 33,92% para 43,71%, reduzindo-se novamente em 2004 para 40,13%, voltando a se elevar para 45,16% em 2005 e reduzindo-se a menor participação em 2006, ao atingir 32,80% do total das despesas.

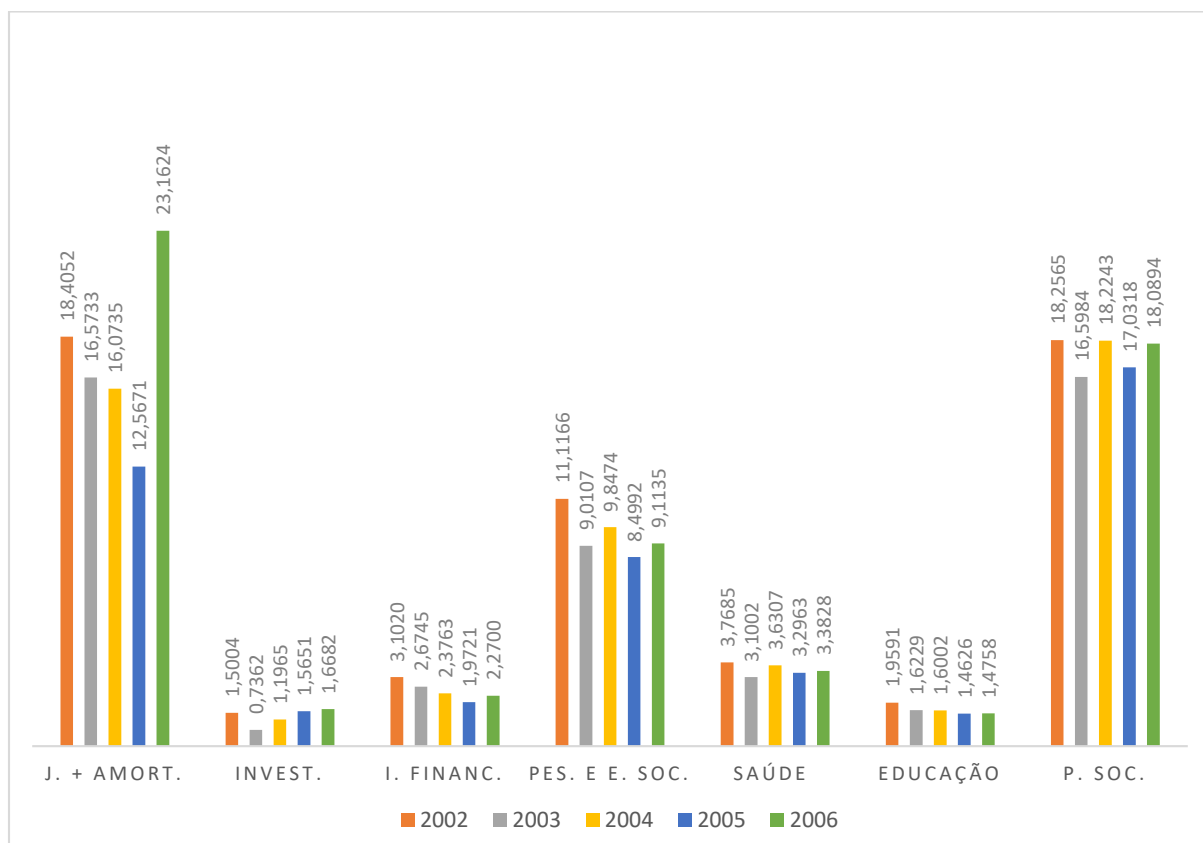
Do primeiro ao último ano do quadriênio, verificou-se uma queda de 26,61% de participação no total de despesas, correspondente à redução média de 6,65%. Consta-se que tanto a participação no produto quanto no total das despesas apresentou redução entre 2003 e 2006, porém com movimentos de elevação e descenso entre o início e o fim do período, em decorrência do vencimento dos títulos. A queda no último ano se deveu em parte ao processo de resgate antecipado da dívida externa, realizado em 2005.

O investimento apresentou redução de 44,78% de participação no PIB entre 2002 e 2003, quando passou de 0,68% para 0,38% do produto em função das medidas de restrição fiscal implementadas pelo governo do campo *democrático popular*, no primeiro ano de mandato, voltando a elevar-se nos anos seguintes, atingindo 0,81% em 2006. Entre o início e o final do quadriênio, o investimento foi elevado em 116,55%. Cabe observar que esse índice de crescimento foi obtido tomando 2003 como referência; nos anos seguintes o investimento foi recomposto, atingindo 0,56%, 0,80% e 0,81% em 2004, 2005 e 2006 respectivamente (Gráfico 17). Quando comparado com o último ano de mandato do governo FHC, verifica-se que o crescimento foi de 19,57%, porém, não atingindo sequer 1% do PIB, o que revela que, o rigor fiscal, quando não aprofundado, foi mantido na mesma intensidade ocorrida no governo anterior, assumidamente *liberal*, no qual as despesas financeiras ocuparam espaço crescente na execução orçamentária, em detrimento dos gastos sociais, deixando evidente a subordinação à política monetária contracionista inerente ao RMI, como enfatizam Carvalho *et al.* (2016, p. 559):

[...] a adoção de metas de inflação muitas vezes exigiu uma resposta contracionista da política fiscal a um aperto na política monetária como forma de evitar o aumento da dívida pública e da probabilidade de inadimplência. Embora esta combinação

frequente de políticas monetárias e fiscais restritivas possa ter gerado efeitos perversos para o crescimento económico (tradução nossa).

**Gráfico 17 – Despesa com juros+amortização, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2002 -2006 (em % da despesa total)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2002-2006).

A participação do investimento no total das despesas seguiu trajetória similar à da participação no produto, ao recuar 50,94% entre 2002 e 2003, elevando-se nos anos seguintes. Comparando-se o gasto entre 2003 e 2006, constata-se um aumento de 126,61%. No entanto, esse aumento ocorreu após uma redução de mais da metade do que fora investido em 2002. Entre 2003 e 2004, observa-se uma recuperação das despesas com investimento, porém sem retomar o nível anterior a 2003.

Apenas em 2005 o gasto com investimento logrou superar o que fora investido em 2002, em termos de participação na despesa total. No último ano da série encerrada em 2006, o de maior participação no total dos gastos, o investimento alcançou 1,67% do total do dispêndio, o que significou um crescimento de 11,18% em relação ao verificado no último ano de mandato do governo FHC, cuja marca foi a austeridade fiscal. Ampliaram-se as despesas financeiras no orçamento e a utilização dos gastos não obrigatórios como variáveis de ajuste,



notadamente o investimento, por ter margem para alguma discricionariedade, pela ausência de vinculação.

O dispêndio com inversões financeiras apresentou evolução similar ao investimento, reduzindo a participação no produto em 2,97% entre 2002 e 2003. A trajetória de descenso continuou nos anos seguintes. Entre o primeiro e o último ano do primeiro mandato do Presidente Lula, a participação no PIB recuou 18,89%. O menor nível de gasto ocorreu em 2005, com dispêndio de 1,01% do produto, guardando similaridade com o investimento, que naquele ano não ultrapassou 0,80% do produto. Comparando-se a participação entre os anos de 2002 e 2006, constata-se uma redução de 21,30%, ao passar de 1,41% para 1,11% em relação ao produto.

Essa trajetória também é observada comparando-se a participação no total das despesas. Por esse critério, constata-se que entre 2002 e 2003 a participação no total dos gastos diminuiu 13,78%. De 2003 a 2006, a redução foi de 15,12%, o que equivale à média de 3,78% ao ano no período. Comparando-se o último ano do primeiro mandato do Presidente Lula com o último ano de seu antecessor, constata-se que a redução na participação dos gastos atingiu 26,82%, tendo passado de 3,10% para 2,27%.

Da análise das principais rubricas, fica evidenciado o avanço da participação dos gastos financeiros, responsáveis pelos ganhos do capital fictício com a dívida pública, decorrente da política monetária contracionista e da política de restrição fiscal, subordinada à primeira, cujo aprofundamento se verifica desde a implementação do Plano Real, mantendo-se como *a política econômica a ser seguida* pelos seus condutores a partir de 2003.

O rígido controle da oferta monetária, mediante a política de juros elevados, consumiu em média recursos da ordem de 8,40% do PIB, referente a juros e amortizações entre 2003 e 2006, enquanto absorveu 17,09% dos gastos da União no mesmo período, constituindo-se na segunda maior fonte de gastos depois da Previdência Social, que dispendeu no mesmo período recursos da ordem de 8,61% do produto, equivalente a 17,49% do total das despesas liquidadas.

Embora estejam muito próximas tanto em termos de participação no produto quanto no total dos dispêndios, os efeitos desses gastos são significativamente distintos. Enquanto os primeiros praticamente não geram efeitos multiplicadores<sup>96</sup>, por constituírem-se na

---

<sup>96</sup> O conjunto dos detentores de títulos da dívida pública é constituído por bancos, fundos de pensão, fundos de investimento, empresas e famílias (pessoas físicas) com baixa propensão a consumir, visto que já têm suas necessidades atendidas. A renda obtida com o recebimento dos juros da dívida pelas famílias tende a se constituir em poupança e realimentar a percepção de maiores volumes de rendimentos, a partir das transferências de recursos públicos. No caso da percepção de juros pelas empresas não financeiras, esses recursos tendem a assegurar a manutenção e ampliação da riqueza sob a forma líquida, em detrimento das

esterilização de recursos sob a forma de poupança privada, os segundos potencializam esse efeito, por se destinarem em sua maior parte a aposentados e pensionistas do Regime Geral da Previdência Social. Esse segmento da população apresenta grande propensão a consumir, visto que seus vencimentos são em geral bastante modestos, situando-se muito abaixo do teto de vencimentos, fixado em janeiro de 2023 no valor de R\$ 7.507,49 (sete mil quinhentos e sete reais e quarenta e nove centavos).

#### 4.5 Conclusão

A alternância de poder em 2003, com a posse do Presidente Lula, esteve longe de representar uma mudança significativa na condução da política econômica. As expectativas sobre alterações de rumo que pudessem apontar para a busca de uma inserção não subordinada à lógica do *mainstream* foram desfeitas, a partir das decisões de política monetária, que inviabilizaram alterações nas prioridades do gasto público. Também a política cambial foi igualmente condicionada pela política monetária decorrente do regime de metas de inflação.

A despeito da melhoria do balanço de transações correntes, principalmente em função da obtenção de superávits comerciais, a execução da política monetária tolheu o uso da política fiscal, tanto para o início do regaste do déficit social quanto para a construção de infraestrutura econômica, imprescindível ao crescimento sustentável. Somente nessa condição de País que se tornasse menos dependente das condições externas favoráveis, teria sido possível reduzir a vulnerabilidade estrutural externa e, portanto, diversificar a pauta de exportação em prol de produtos de maior valor agregado, o que de fato não se concretizou.

Nesse sentido, o primeiro mandato do governo Lula reproduziu a política econômica herdada de seu antecessor, seguindo a lógica de valorização e sustentação da riqueza (capital fictício), sem discordância do regime de metas de inflação que asfixiou a possibilidade de crescimento, geração de emprego e renda. Contrariamente, esse governo tratou de manter intacto o *modus operandi* garantidor da acumulação decorrente da política monetária contracionista, à medida que o Estado transferiu renda para os detentores dos títulos de dívida (poupança privada), com propensão a consumir tendente a zero.

---

formas ilíquidas de acumulação de ativos. As empresas financeiras buscam maximizar seus ganhos com aplicações de tesouraria, mantendo taxas elevadas de juros para o financiamento do consumo e de capital de giro, o que reforça o baixo crescimento econômico, principalmente dos setores ligados à indústria de transformação de modo geral e à indústria produtora de bens salário e bens duráveis em particular. No caso das transferências sob a forma de aposentadorias e pensões do Regime Geral da Previdência Social, o efeito multiplicador é extremamente elevado.

Desse modo, manteve-se a política liberal que acelerou o declínio da indústria de transformação no PIB, aprofundando a tendência de geração de postos de trabalho de qualidade inferior no setor terciário, perdendo a competitividade no setor industrial produtor de bens tradicionais no qual o País fora auto suficiente e também exportador, a exemplo do setor têxtil. Nessa conjuntura, o Brasil especializou-se como exportador de matérias-primas com menor valor agregado e importador de bens de consumo não-duráveis.

Premido pela conjuntura, no primeiro mandato do governo Lula, a prioridade foi a manutenção da estabilidade monetária, sem que durante o quadriênio (2003-2006) o governo apresentasse um projeto de desenvolvimento econômico-social capaz de contemplar as demandas das classes trabalhadoras do País e garantir dar início efetivo a um processo de elevação do nível de emprego e renda, em direção a uma democracia substantiva.

Apesar do que pudessem ser as intenções do governo Lula, *só lhe restou o neoliberalismo*. Essa *práxis sociopolítica* produz, desde os anos 1980, movimentos de contratendência à queda da taxa de lucro que resulta da crise de superacumulação do capitalismo em nível mundial. Assim sendo, o governo do *campo democrático popular* não pôde, por não ter realizado uma ruptura profunda com as forças políticas e econômicas dominantes, dissolver a contradição estrutural entre o caráter privado de apropriação da riqueza e o caráter social de produção do valor. A perspectiva do neoliberalismo é erodir a democracia liberal e concentrar a renda e a riqueza que dão sustentação ao capitalismo, enquanto regime político-econômico materializado no modo de funcionamento do Estado capitalista, no qual prevalecem os interesses do setor privado.

## 5 REDUÇÃO DAS METAS FISCAIS SEM ABANDONO DA ORTODOXIA: o segundo governo Lula (2007 – 2010)

### 5.1 Introdução

Trata-se neste capítulo da análise da política econômica do segundo governo Lula (2007-2010), quando foram implementadas tênues mudanças na política fiscal e acionados mecanismos de crédito subsidiado e redução de tributos para setores considerados prioritários contidos no PAC. O capítulo está dividido em três tópicos, nos quais são abordados: mudanças tímidas preservando os fundamentos da matriz ortodoxa; o enfrentamento da crise financeira internacional; evolução dos gastos e indicadores sociais.

No primeiro tópico, evidenciou-se que as mudanças levadas a cabo pelos *policy makers* em nenhum momento pretenderam alterar mais profundamente a política ortodoxa até então vigente. As alterações caminharam na linha de menor resistência, explorando os espaços para algum grau de ampliação do gasto público, dentro dos limites permitidos pelo novo consenso macroeconômico. A redução do superávit primário foi compensada pelo aumento da arrecadação decorrente do maior crescimento do produto no período.

No segundo tópico, foram focadas as medidas de enfrentamento da crise financeira internacional combinadas com a execução do PAC. Desse modo, a maior participação do Estado no período não se limitou a uma intervenção pontual na fase mais aguda da crise, mas permaneceu, após 2008, a despeito da crítica dos representantes da ortodoxia. Além das medidas na área fiscal, a AM reduziu o percentual do compulsório a ser recolhido, devolvendo maior liquidez no auge da saída de capitais naquele momento. O fato é que os efeitos da crise financeira internacional, em relação ao crescimento do produto, se fizeram sentir de forma mais aguda no País, a partir do início da segunda década dos anos 2000.

No terceiro tópico, analisa-se a evolução dos gastos e os principais indicadores sociais, evidenciando-se que o desempenho favorável desses indicadores se deveu, em grande medida, ao crescimento do produto experimentado no período de 2007-2010. Os gastos sociais cresceram em termos absolutos, porém quando comparados ao produto e ao total de despesas não apresentaram maior grau de diferenciação em relação ao primeiro mandato do Presidente Lula. Constata-se que a evolução dos gastos refletiu muito mais o desempenho favorável do PIB, possibilitando uma maior arrecadação tributária, de maneira a permitir conciliar expansão das despesas em termos absolutos, sem alterar de forma significativa sua partilha, assim, a

despesa financeira em nenhum momento foi afetada. Essa situação comprova que as mudanças introduzidas pelo PAC não foram capazes de produzir rupturas com o modelo de orientação predominantemente ortodoxa na condução da política macroeconômica.

Decorrente dessa dinâmica, em que prevaleceu o mesmo critério para a execução dos gastos, resta a questão crucial, por que a expansão dos gastos públicos com maior impacto sobre o produto e o emprego, não se constituiu em medida permanente desde o início do primeiro governo Lula, sendo adotada timidamente a partir de 2007 e apenas ligeiramente intensificada, quando da manifestação da crise financeira internacional no Brasil.

## 5.2 Mudanças tímidas preservando os fundamentos da matriz ortodoxa

Os primeiros movimentos da política macroeconômica, no início de 2007, deixaram transparecer a possibilidade de que mudanças de orientação política que estimulassem o crescimento econômico, o emprego, a inclusão social, estivessem, afinal, sendo iniciadas. No plano externo, a absorção das principais *commodities* exportadas pelo Brasil continuava em alta e conjugada com a aparente inexistência de crise de liquidez internacional no horizonte de curto prazo. Foram essas condições que permitiram ao país experimentar no ano anterior uma taxa de expansão de 4% do produto. O crescimento verificado em 2006 se deveu em grande parte ao consumo e ao investimento, com redução das limitações pelo lado da oferta, menor pressão inflacionária e diminuição da dependência do mercado externo.

A elevada vulnerabilidade, que desde os anos 1980 se constituía em óbice ao crescimento, foi sucessivamente expandida com os processos de abertura comercial, financeira e, com o Plano Real, aparentava ter sido superada. Isso ficou evidenciado pelos indicadores do ano de 2006, com o desempenho superavitário da balança comercial em US\$ 44,5 bilhões e de US\$ 10,77 bilhões, correspondente a 0,97% do PIB, em transações correntes. Além disso, o País acumulou, no final do ano, reservas externas de US\$ 85,84 bilhões, pelo conceito de liquidez internacional. Com esse desempenho, o Brasil melhorou significativamente os indicadores conjunturais de sustentabilidade externa, tornando-se forte candidato ao recebimento do tão almejado *grau de investimento*<sup>97</sup> (*investment grade*) pelas agências internacionais de risco (*rating*).

---

<sup>97</sup> Grau de Investimento ou *Investment Grade* é uma nota atribuída aos países por agências de classificação de risco e que indica a capacidade que eles têm de honrar e pagar suas dívidas internas e externas. As principais agências de classificação são: *Fitch Ratings*, *Moody's* e *Standard & Poor's*. O papel principal de uma agência de classificação de risco é avaliar os números de empresas, bancos, governos e outras instituições e dar uma nota, que serve como balizamento para que os investidores saibam para quem é seguro ou

Somou-se a esse quadro favorável o fato de o Banco Central ter mantido a taxa oficial de inflação abaixo do centro da meta estabelecida para 2006, 4,50%, para uma taxa de variação do IPCA de 3,14%. Ademais, a relação dívida líquida do setor público/PIB de 47,3%, ainda em nível elevado, mantinha-se em contínua trajetória de declínio, embora a dívida interna, notadamente a dívida mobiliária federal continuasse em franca expansão.

Assim, ainda que a conjuntura fosse aparentemente favorável, persistiam vários obstáculos a serem superados, visando a um maior crescimento econômico e a alcançar avaliações de supostos conceitos de *reputação e credibilidade*<sup>98</sup> que a política econômica havia alcançado da comunidade financeira internacional. Portanto, essa avaliação é feita pelas instâncias que representam e difundem a abordagem ortodoxa, fazendo-a parecer a única aceitável, realmente, com *status* de ciência. Dentre as dificuldades a serem superadas estava a elevada carga tributária<sup>99</sup>, que, segundo o pensamento ortodoxo, alimentava a expansão dos gastos públicos, dificultando o encaminhamento de solução para a questão fiscal.

Além da dificuldade no campo fiscal, apontada pelos ortodoxos, de fato se verificava a sobrevalorização cambial, em parte contrabalançada pela elevação dos preços das *commodities*, que fazia com que a balança comercial e a de transações correntes não fossem seriamente comprometidas. O reduzido dispêndio com os investimentos públicos, decorrente dos compromissos assumidos com a geração de elevados superávits primários, teve como contrapartida o subinvestimento em infraestrutura econômica, contribuindo efetivamente para a manutenção do alto *custo-Brasil*; que, somado à permanência das elevadas taxas de juros reais<sup>100</sup>, inibiam o investimento privado, o consumo e a expansão do mercado interno.

---

não emprestar dinheiro. As agências classificadoras não olham apenas e unicamente os indicadores econômicos, mas analisam o contexto do país, inclusive o cenário político. Quando um país recebe o *investment grade*, a tendência é que o fluxo de dinheiro para esse local aumente. A principal razão para que isso aconteça é o fato de que muitos fundos de pensão estrangeiros possuem restrição em seus estatutos para investir em países sem o grau de investimento. Ao conseguir o *investment grade*, esse capital fica liberado para alocação e investimentos nesse país que conseguiu o selo de bom pagador.

<sup>98</sup> A tese da Independência do Banco Central, defendida pelos teóricos novo-clássicos, se desenvolveu em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação. Segundo os seus proponentes, existe um viés inflacionário presente na economia que se expressa através da implementação de políticas monetárias que são dinamicamente inconsistentes com a posição de equilíbrio correspondente à *taxa natural de desemprego*. Os condutores da política monetária partiam desses pressupostos teóricos para justificar a permanência da política de contração monetária, vigente nos dois mandatos do presidente Lula.

<sup>99</sup> É comum a abordagem ortodoxa obscurecer o debate, ao atribuir o baixo crescimento à elevada carga tributária, porém os adeptos dessa abordagem não diferenciam carga tributária bruta de carga tributária líquida. Esta última considera as transferências feitas às famílias, como é o caso das transferências para complementação de renda, aposentadorias, pensões e também juros que remuneram os detentores da dívida pública, principalmente as transferências feitas para as empresas, fundos de investimento, bancos e fundos de pensão sob a forma de juros da dívida pública, enquanto a carga tributária bruta calcula o total da arrecadação em relação ao PIB.

<sup>100</sup> As elevadas taxas de juros inibem o investimento privado, na medida em que os detentores de capital buscam a valorização dos recursos na esfera financeira. Além de realimentarem a expansão do estoque da dívida interna, constituem-se em mecanismo de atração de capitais de curto prazo, que, ao adentrarem em grande

Vargas (2012, p. 655-6) chama atenção para o papel da política fiscal na visão do *mainstream* ao afirmar que:

[...] ela é vista como responsável por influenciar a expectativa de rentabilidade dos títulos públicos e o comportamento das variáveis observadas pelos investidores no momento de escolher onde alocar o capital disponível, isto é, a tarefa da política fiscal é sinalizar o baixo risco das aplicações e dar confiança aos investidores.

Confiante no prolongamento da conjuntura relativamente favorável vivenciada pelo País, principalmente no plano externo, para que os problemas apontados pudessem ser ao menos parcialmente corrigidos, o governo Lula, no início de seu segundo mandato, iniciou, mesmo que de forma tímida, o relaxamento de algumas metas de orientação ortodoxa, especialmente a que se referia ao superávit primário, que passou de 4,25% para 3,75% do PIB, com o objetivo de alocar maior volume de recursos para o financiamento do Projeto Piloto de Investimentos (PPI)<sup>101</sup>, possibilitando ampliar os gastos com infraestrutura econômica, que dariam mais consistência e credibilidade ao PAC<sup>102</sup>.

Conforme observa Oliveira (2012, p. 309):

Dos investimentos nele contemplados, R\$ 67,8 bilhões (13,5% do total) viriam do Orçamento Fiscal e da Seguridade Social, R\$ 219,2 bilhões (43,5%) das empresas estatais federais e R\$ 216,9 bilhões (43%) do setor privado. Os setores beneficiados com estes investimentos seriam os de energia (incluindo petróleo), que receberia R\$ 274,8 bilhões (54,5% do total), o de infraestrutura, com R\$ 170,8 bilhões (33,9%) e o de logística com investimentos previstos de 58,3 bilhões (11,6%).

Oliveira (2012) ao reconhecer o mérito do PAC, afirma que este não se caracterizava pelo acréscimo de novos recursos, pois a maior parte estava previamente definida e alocada nos orçamentos das empresas estatais e prevista no Orçamento Geral da União (Fiscal + Seguridade Social). Desse modo, reafirma:

Embora espelhasse, de fato, uma importante mudança em relação à política de curto prazo em vigor desde a década de 1980, já que introduzia em cena preocupações estratégicas e uma perspectiva do planejamento de longo prazo, bem como o

---

volume no País, acabam por valorizar o câmbio, obrigando a realização de operações de esterilização de liquidez via mercado aberto. Isso remete à nova rodada de oferta de títulos, pagando taxas elevadas de juros, realimentando o ciclo vicioso juros-câmbio-dívida, sem conseguir conter completamente o processo de sobrevalorização cambial, que leva à perda de competitividade, tanto no mercado externo, quanto internamente, haja vista o processo de substituição de produção doméstica por importação, até mesmo nos setores de bens salário.

<sup>101</sup> O PPI iniciado em 2005, em resposta à pressão então existente, pela ausência, até aquele ano, de um legado de realizações que pudesse ser uma marca do governo Lula, permitia descontar do superávit primário os gastos com projetos prioritários de infraestrutura. A ênfase do Projeto foi sobre o modal rodoviário, em função da crise vivenciada pelo setor no início da década de 2000.

<sup>102</sup> O PAC, lançado em 28 de janeiro de 2007, foi um programa do governo federal brasileiro que englobava um conjunto de políticas econômicas, planejadas para os quatro anos seguintes, e que teve como objetivo acelerar o crescimento econômico do Brasil, prevendo inicialmente investimentos totais de R\$ 503,9 bilhões até 2010, sendo uma de suas prioridades o investimento em infraestrutura social e urbana em áreas, como saneamento, habitação, logística (rodovias, ferrovias, portos aeroportos, hidrovias), energia (incluindo petróleo) e recursos hídricos, entre outros.

enfrentamento de questões decisivas para o desenvolvimento mais sustentado, o fato é que o PAC não podia ser mais do que visto como um instrumento de centralização e coordenação de recursos que já se encontravam decididos e alocados nos orçamentos das empresas estatais e previstos no orçamento da União (Fiscal e Seguridade Social), acrescidos da ampliação da quota da meta de superávit primário destinado ao PPI (cerca de R\$ 11 bilhões em 2007) e de apostas que o setor privado se mostraria disposto a realizar os investimentos pretendidos, neste período, da ordem de R\$ 200 bilhões. De qualquer forma, pelo que poderia representar em termos de mudança de perspectiva da política econômica que vinha sendo implementada, foi saudado, inclusive pelo empresariado, embora com as rotineiras ressalvas, como um passo importante ao desenvolvimento, já que se propunha a remover alguns de seus principais obstáculos, principalmente na área de infraestrutura econômica (Oliveira, 2012, p. 309).

Observa ainda Oliveira (2012) que, no ano de 2007, dos R\$ 16,5 bilhões de recursos reservados no OGU para o PAC, R\$ 16 bilhões foram empenhados, mas apenas R\$ 7,3 bilhões foram efetivamente pagos, e destes, R\$ 2,8 bilhões referiam-se às despesas de exercícios anteriores, evidenciando que o Programa que fora criado para transpor as dificuldades e os limites ao crescimento, não se constituía uma ruptura com a política econômica ortodoxa, que predominou nos anos anteriores. A redução da meta de superávit primário não permitia concluir que a prioridade conferida às despesas financeiras tivesse, enfim, perdido espaço para as despesas com investimento.

Aos *crédulos* que, consciente ou inconscientemente, buscavam o autoengano, o lançamento do PAC transpareceu como uma mudança de rumo da política econômica, com o *abandono* da rigidez da ortodoxia até então predominante. O País, afinal, estaria apto a ingressar numa trajetória de crescimento sustentado, depois de ter cumprido todas as exigências que lhe haviam sido impostas; poderia se candidatar ao ingresso no *seleto clube* de países considerados confiáveis para o mercado e usufruir das vantagens advindas do esforço realizado para *honrar* os compromissos financeiros, ou seja, dar prioridade conferida ao pagamento dos investidores que demandaram principalmente títulos da dívida mobiliária federal.

A mudança na política fiscal, longe de representar uma ruptura com os compromissos financeiros, revelou-se tímida. Enquanto aparentava ser ousada o suficiente para romper algumas restrições impostas ao crescimento econômico pela política econômica de estabilização, se tornava claro que a condução macroeconômica seguia sua própria trajetória. Ela não se submeteu a uma nova reorientação; manteve o tratamento gradual que era dispensado às demais questões e, principalmente, a continuidade do predomínio dos objetivos da política fiscal ortodoxa, como componente do processo de financeirização, no qual Estado e mercado atuam de forma articulada. Como observa Braga *et al.* (2017, p. 838), essas instituições são suportes fundamentais da dinâmica do capitalismo financeirizado.



A consolidação da financeirização como padrão sistêmico de riqueza implicou grandes mudanças na relação entre o Estado e o mercado. Nesta situação, o Estado assume um papel central, garantindo o processo de acumulação de riqueza financeira. Em termos de bancos centrais, estes não atuam apenas como credores de última instância, mas também como criadores de mercado de última instância. No que diz respeito aos tesouros nacionais, além de serem o elo fundamental para os bancos centrais resgatarem as instituições financeiras durante as crises, são cruciais para evitar depressões, reduzir impostos e aumentar despesas, a fim de encorajar os gastos do setor privado ou, pelo menos, para compensar sua retração. No entanto, o impacto fiscal negativo causado pelas crises e, por vezes, pelas operações anticíclicas, leva o mercado a pressionar o Estado para equilibrar o orçamento fiscal, com impactos devastadores para a sociedade como um todo. No capitalismo financeirizado contemporâneo, a “privatização dos lucros” em períodos otimistas e a “socialização das perdas” durante as crises tornam-se de natureza extrema (tradução nossa).

Isso ficou evidenciado no caso da pretendida reforma tributária, cuja proposta<sup>103</sup> foi encaminhada ao Congresso no final de fevereiro de 2008 (Brasil, 2008). Embora mais consistente do que a aprovada em 2003, estava centrada na simplificação do sistema, com a extinção de alguns impostos e contribuições cumulativos, medidas de desoneração da produção, dos investimentos e em limitadas iniciativas para pôr fim à fratricida guerra fiscal travada entre as unidades da federação.

O governo manteve-se na linha da menor confrontação possível com a *ordem* estabelecida, ao não propor medida de maior relevo para mitigar o elevado nível de regressividade do sistema tributário, bem como reduzir a elevada carga tributária bruta. A proposta também não evoluiu no redesenho do federalismo no país, ao transferir essa tarefa para o futuro, além de não ter avançado mais na proposta de criação de um Imposto sobre Valor Agregado (IVA) de base ampla, visto que tanto o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) como o Imposto Sobre Serviços (ISS) permaneceram nos campos de competência dos governos federal e municipal, respectivamente.

Embora tenha sido aprovada na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) do Congresso, em 02 de abril, com pequenas modificações em relação ao texto original, a proposta seguiu para a Comissão Especial de Reforma Tributária, cujo substitutivo somente foi aprovado no final de 2008. Pelas dificuldades e polêmicas, o encaminhamento ao plenário do Congresso acabou por ser adiado para 2009, indicando os desacordos para a votação decorrentes dos problemas que ainda permaneciam e também pelo calendário político em andamento. Como a possibilidade de reprovação da proposta não estava totalmente descartada, não houve maior empenho por parte do governo para concluir o processo de tramitação no parlamento, culminando com o adiamento da Reforma Tributária.

---

<sup>103</sup> Para uma análise mais detalhada, consultar CESIT/IE (2008).

No tocante aos juros, a área econômica do governo tinha concordância com a trajetória de redução gradual das taxas de juros nominais, então defendida pela AM, o que fazia transparecer a existência de sintonia entre o Banco Central com a nova estratégia de política econômica pretendida pelo governo. No entanto, a queda dos juros (taxa de juros básica), estava condicionada à redução dos índices de inflação. De fato, a taxa básica de juros foi reduzida de 13,25% para 11,25% entre janeiro e setembro de 2007 (Tabela 32), no contexto de desaceleração da inflação e do declínio do risco país, resultante da percepção, pelo *mercado*, da melhora generalizada dos fundamentos econômicos.

**Tabela 32 – Evolução da meta da taxa Selic: 2007-2010**

Ano	Prazo de vigência		Meta da taxa Selic (%)	IPCA
2007	01/jan.	24/jan.	13,25	4,46
	25/jan.	07/mar.	13,00	
	08/mar.	18/abr.	12,75	
	19/abr.	07/jun.	12,50	
	08/jun.	18/jul.	12,00	
	19/jul.	05/set.	11,50	
	06/set.	31/dez.	11,25	
2008	01/jan.	16/abr.	11,25	5,90
	17/abr.	04/jun.	11,75	
	05/jun.	23/jul.	12,25	
	24/jul.	10/set.	13,00	
	11/set.	31/dez.	13,75	
2009	01/jan.	21/jan.	13,75	4,31
	22/jan.	11/mar.	12,75	
	12/mar.	29/abr.	11,25	
	30/mar.	11/jun.	10,25	
	12/jun.	22/jul.	9,25	
	23/jul.	31/dez.	8,75	
2010	01/jan.	28/abr.	8,75	5,91
	29/abr.	09/jun.	9,50	
	10/jun.	21/jul.	10,25	
	22/jul.	31/dez.	10,75	

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

Questão não enfrentada pelos condutores da política econômica foi a sobrevalorização cambial, com o Real em processo contínuo de apreciação em relação ao dólar e a uma cesta de moedas. As intervenções para compra de divisa por parte da AM se mostravam insuficientes para conter os efeitos do forte influxo de capitais externos. Esses capitais ingressavam no país em decorrência das elevadas taxas de juros e da tendência à continuidade da apreciação do Real, que potencializava a oportunidade de arbitragem com o câmbio, em função dos elevados

saldos<sup>104</sup> positivos obtidos pela balança comercial, na conjuntura de elevação dos preços internacionais das *commodities* exportadas, nos anos de 2000.

A conjuntura favorável era determinada principalmente pela elevação dos saldos da balança comercial e pelo influxo de capitais através da conta financeira, com investimento direto e investimento em carteira. Aquela conjuntura de expansão da liquidez no mercado financeiro internacional dos anos de 2000, levou os condutores da política econômica a se despreocuparem com a vulnerabilidade externa do país, notadamente no que se refere às questões do seu caráter estrutural. De fato, o que ficava claro era o compromisso com a manutenção do câmbio flutuante, cabendo ao *mercado* a definição da taxa de *equilíbrio*. Entre os *policy makers* predominou a certeza de que a dependência externa havia ficado no passado.

Conforme observa Biasoto Jr. (2013, p. 276), ao abordar os programas de transferência de renda:

[...] o dinamismo do mercado interno, que sustentou a aceleração do crescimento econômico entre 2006 e o terceiro trimestre de 2008, decorreu, principalmente, de fatores à margem do tripé que embasa o arranjo macroeconômico vigente. Na realidade, pode-se afirmar que esse arranjo não impediu que a economia brasileira acelerasse seu ritmo de crescimento, já que a eficácia da política de metas de inflação no período imediatamente anterior – decorrente, sobretudo, da apreciação cambial – permitiu a adoção de uma política monetária menos rígida, que, contudo, não conduziu o juro real a patamares equivalentes aos observados nos demais países emergentes. Nesse contexto, a interação, de um lado, entre os vários elementos de estímulo ao crescimento da renda e, de outro, as decisões privadas das instituições financeiras e das empresas produtivas surtiram efeitos dinâmicos para a economia brasileira.

A despreocupação com o processo de sobrevalorização cambial ocorreu no contexto de crescente acúmulo de divisas, como pode ser observado na Tabela 33, quando o saldo passou de US\$ 91 bilhões em janeiro de 2007, para US\$ 180,3 bilhões em dezembro daquele ano, atingindo US\$ 206,6 bilhões em setembro de 2008, antes da manifestação dos efeitos da crise financeira internacional se fazerem claramente presentes no Brasil. Recuou para US\$ 193,8 bilhões em dezembro desse ano, retomando o movimento de ampliação a partir de março de 2009, quando as reservas externas atingiram US\$190,4 bilhões, continuando a crescer e atingindo US\$ 288,6 bilhões em dezembro de 2010.

---

<sup>104</sup> A situação conhecida como *Doença Holandesa* é caracterizada pela permanente sobrevalorização cambial, decorrente do acúmulo de elevados saldos na balança comercial, geralmente obtidos pela exploração de recursos naturais abundantes ou da reduzida remuneração da força de trabalho. Os elevados saldos comerciais resultam principalmente do crescimento extraordinário da quantidade exportada ou do preço de *commodities* de exportação, de maneira que a produção e exportação tornam-se viáveis, mesmo com uma taxa de câmbio significativamente mais apreciada do que aquela capaz de tornar competitivas internacionalmente, as demais empresas produtoras de bens comercializáveis que usam a tecnologia no estado da arte (Bresser-Pereira, 2010b).

**Tabela 33 – Evolução das Reservas Externas - conceito de liquidez internacional: 2007-2010 (US\$ milhões)**

Mês/Ano	2007	2008	2009	2010
Janeiro	91.086	187.507	188.102	240.484
Fevereiro	101.070	192.902	186.880	241.082
Março	109.531	195.232	190.388	243.762
Abril	121.830	195.767	190.546	247.292
Maiο	136.419	197.906	195.264	249.846
Junho	147.101	200.827	201.467	253.114
Julho	155.910	203.562	207.363	257.299
Agosto	161.097	205.116	215.744	261.320
Setembro	162.962	206.494	221.629	275.206
Outubro	167.867	197.229	231.123	284.930
Novembro	177.060	194.668	236.660	285.461
Dezembro	180.334	193.783	238.520	288.575

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

Entre 2006 e 2008, as exportações de mercadorias cresceram continuamente, passando de US\$137,05 bilhões no primeiro ano para US\$ 196,75 bilhões em 2008, o que correspondeu a um crescimento de 43,56%. Em 2009, quando a crise financeira se manifestou mais agudamente, recuou para US\$151,51 bilhões, elevando-se no ano seguinte para US\$199,30 bilhões. As importações também acompanharam a trajetória das exportações, elevando-se entre 2006 a 2008 de US\$ 92,53 bilhões para US\$174,71 bilhões, reduzindo para US\$178,73 bilhões em 2009, elevando-se para US\$ 182,84 bilhões em 2010. Entre 2007 e 2010, as importações aumentaram 49,81% (Tabela 34).

O saldo da balança comercial apresentou tendência de queda entre 2006 e 2010, reduzindo-se de US\$44,52 bilhões no primeiro ano para US\$22,04 bilhões em 2008, elevando-se para US\$22,78 bilhões em 2009 e reduzindo-se a US\$16,46 bilhões em 2010. O saldo do balanço de pagamentos em transações correntes declinou 125,56% entre 2006 e 2007, passando do superávit de US\$ 10,77 bilhões para o déficit de US\$ 2,75 bilhões. Em 2008 esta conta tornou-se deficitária em US\$35,60 bilhões. No ano seguinte o déficit apresentou ligeira redução, situando-se em US\$ 29,33 bilhões, avançando para US\$ 86,72 bilhões em 2010. Entre 2007 e 2010, a deterioração do balanço de pagamentos em transações correntes ampliou-se, passando de um déficit de US\$2,75 bilhões para um déficit de US\$86,72 bilhões,

correspondente à queda de 3.049,14%. No mesmo período, o déficit em transações correntes passou de 0,20% do PIB para 3,92% do produto.

**Tabela 34 – Exportações, importações, saldo comercial e saldo em transações correntes: 2006-2010 (em US\$ milhões)**

Ano	Exportações (1)	Importações (2)	Saldo comercial (1-2)	Saldo transações correntes	Saldo T.C. em % do PIB
2006	137.050	92.531	44.519	10.774	0,97
2007	159.731	122.042	37.690	-2.754	-0,20
2008	196.746	174.706	22.040	-35.602	-2,10
2009	151.510	128.734	22.776	-29.328	-1,75
2010	199.299	182.837	16.462	-86.718	-3,92

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

O período de 2007 a 2010 foi marcado pelo elevado investimento externo direto e pelo crescimento do investimento em carteira (Tabela 35 e Gráfico 18). O primeiro determinado pelo aumento dos investimentos em projetos *greenfields*, segundo observam Ribeiro e Silva Filho (2013, p. 30):

Atualmente, o Brasil se destaca entre os demais países emergentes não apenas em razão do tamanho de seu mercado consumidor, mas também por oferecer importantes vantagens competitivas atreladas a essas novas estratégias de IED. Mais do que uma base industrial bastante diversificada, o país apresenta um estoque relevante de trabalhadores especializados e mercados dotados de suficiente flexibilidade, além da perspectiva de rápido aprimoramento de sua infraestrutura para as próximas décadas. Esses fatores ajudam a explicar a trajetória progressivamente diversificada dos fluxos de IED realizados no país ao longo dos últimos dez anos, que alcançou um total de US\$ 187,5 bilhões em projetos *greenfields* (FDI Markets, 2013).

Os fluxos de IED<sup>105</sup> direcionados aos países em desenvolvimento aumentaram nos anos 2000. Conforme Lacerda e Oliveira (1999, p. 12-13):

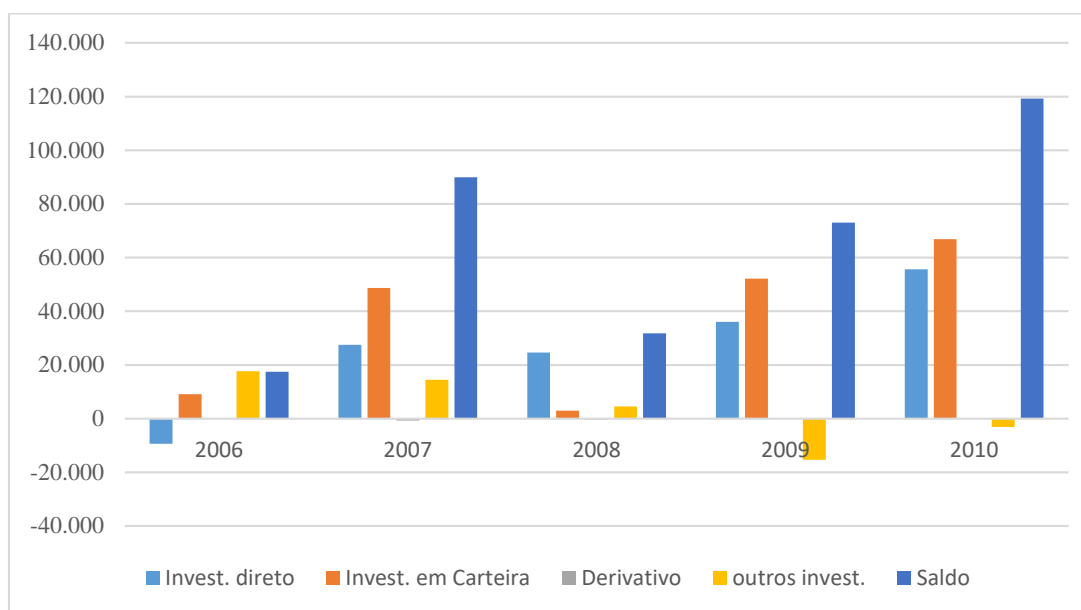
Parcelas crescentes desses investimentos têm sido direcionadas aos países em desenvolvimento. O Brasil é foco dos investidores globais e nos últimos quinze anos tem se mantido no segundo posto dentre os países em desenvolvimento mais atrativos, apenas superado pela China. De fato, nenhuma empresa que pretenda ser global pode se dar ao luxo de ficar de fora da economia brasileira, que possui o décimo maior PIB (Produto Interno Bruto) no *ranking* mundial.

<sup>105</sup> O IED destinado ao Brasil concentrou-se basicamente em setores *non-tradables*, produzindo impactos no Balanço de Pagamentos em Transações Correntes, por gerarem a necessidade de remessa de lucros e dividendos para seus países de origem, sem que gerem receita com as exportações para fazer face a essas despesas.

**Tabela 35 – Fluxos líquidos de capitais: 2006-2010 (US\$ milhões)**

Ano	Invest. Direto	Invest. em Carteira	Derivativo	Outros invest.	Saldo
2006	-9.380	9.081	41	17.713	17.454
2007	27.518	48.696	-710	14.477	89.981
2008	24.601	2.953	-312	4.533	31.775
2009	36.033	52.140	156	-15.324	73.005
2010	55.627	66.913	-112	-3.155	119.273

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

**Gráfico 18 – Fluxos líquidos de capitais: 2006-2010 (US\$ milhões)**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

De fato, o aumento dos fluxos de IED<sup>106</sup>, no período 2001-2008, representou uma fonte imprescindível de divisas, principalmente nas situações em que o país apresentava déficit no Balanço de Pagamentos em Transações Correntes, contribuindo decisivamente para o fechamento do Balanço de Pagamentos. O crescimento do IED direcionado às operações que não resultaram em processos de privatização, fusões e aquisições contribuíram para a expansão da capacidade industrial instalada, no período de crescimento da demanda interna<sup>107</sup> verificado na segunda metade da década de 2000.

<sup>106</sup> Para Lacerda; Oliveira (1999, p. 15): “[...] o IDE direcionado às operações *greenfield*, possibilita expandir a capacidade instalada de produção industrial, atendendo a demanda aquecida do país e, assim, arrefecer as pressões inflacionárias. Diga-se de passagem, informação do Banco Central de 2007 indica que 70% dos influxos de IDE no Brasil são voltados para operações *greenfield*, contra apenas 33% da média mundial. Ambos os benefícios são aplicáveis à economia brasileira no ano de 2008”.

<sup>107</sup> Segundo Lacerda; Oliveira (1999, p. 14): “[...] o PIB brasileiro cresceu a uma taxa superior a 3% no período, com uma demanda interna representando 85% do PIB”.

Comparando-se os influxos de IED nos anos de 2000, disponíveis nas *Séries Temporais* do BCB com os dados disponibilizados pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (*United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD*), referentes às operações de *greenfield* para o Brasil no mesmo período, constatou-se que estas últimas apresentaram significativa participação no total dos ingressos de IED nos anos de 2004 a 2010, como demonstrado na Tabela 36, porém, em percentual médio menor do que o apontado por Lacerda e Oliveira (2009, p. 15). Nota-se, contudo, que entre 2004 e 2010 a participação média foi de 47,7%.

**Tabela 36 – Relação investimento direto e operações de greenfield: 2003-2010 (em US\$ milhões)**

Ano	Investimento direto - ingressos (a)	Greenfield (b)	b/a
2003	19.208	26 250	136,7
2004	25.812	17 624	68,3
2005	30.208	21 142	70,0
2006	32.185	11 399	35,4
2007	58.387	13 849	23,7
2008	76.110	34 058	44,7
2009	58.214	32 068	55,1
2010	112.173	41 010	36,6

**Fonte:** Elaboração própria a partir das BCB (2020) e UNCTAD (2014).

Mesmo com os saldos líquidos dos investimentos diretos e em carteira tendo se recuperado a partir de 2009, e o nível das reservas internacionais tendo ultrapassado US\$ 200 bilhões em junho daquele ano, a política monetária levada a cabo pelo Banco Central manteve o conservadorismo que caracterizou o período anterior, com a menor taxa Selic atingindo 8,75% a.a., frente a uma inflação de 4,31% medida pelo IPCA em 2009. No início do ano seguinte, a taxa de juros foi mantida entre janeiro e abril, frente ao índice de inflação oficial de 5,91% a.a., num contexto em que o Chefe do Poder Executivo procurou elevar os gastos e deixar as marcas de sua administração.

Em março de 2006, deu-se início a um discreto processo de mudanças, com a substituição do então Ministro da Fazenda pelo presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a nomeação de um economista também filiado à tradição keynesiana para presidir aquela agência. A derrogação da política fiscal

vigente, até então sustentada na proposição teórica da contração fiscal expansionista<sup>108</sup>, permitiu tornar mais efetivas outras propostas que foram apresentadas como parte de uma agenda de cunho supostamente desenvolvimentista.

Destaca-se que a crítica à política de contração fiscal expansionista foi feita também por Serrano e Braga (2006), ao analisarem essa proposição em relação ao governo Clinton (1993-2001), concluindo que o período prolongado de crescimento nos EUA deveu-se justamente à política monetária expansionista executada pelo *Federal Reserve* (FED).

A suposta conversão da política econômica do governo Lula ao *novo desenvolvimentismo* produziu orientações contraditórias analisadas criticamente por Carneiro (2006, 2012), Gonçalves (2011, 2012), Mattei (2013), Mollo (2015). Esses autores se concentraram nas dimensões em que o governo Lula reproduziu os marcos da ortodoxia convencional e nas contraposições feitas a essas políticas, segundo os autores autodenominados novos desenvolvimentistas (keynesianos e estruturalistas) e marxistas.

Ao indicar a mudança na condução da política econômica ocorrida no segundo mandato do Presidente Lula, Lopreato (2013, p. 204) afirma:

As ações de caráter desenvolvimentista, antes presentes de maneira esparsa em setores isolados, se transformaram em metas de política econômica e determinaram o tom da proposta oficial, ajudando também a impulsionar a política social, que, mesmo vista como símbolo do governo, ainda caminhava a passos lentos. Porém nada mudou na atuação do Banco Central, que, com posições conservadoras, manteve altas taxas de juros ao longo do tempo, com implicações deletérias na economia.

A substituição do Ministro da Fazenda não significou ruptura com o regime fiscal até então vigente, mas sim a manutenção de princípios norteadores que prevaleceram na administração que o antecederam. Na visão de Lopreato (2013, p. 204), houve uma tentativa de conciliar orientações de política econômica antagônicas.

A mudança de orientação teórica na área fiscal, com proposições (pós-) keynesianas e estruturalistas, trouxe consequências relevantes. As ações, até então dispersas e voltadas para a reconstrução do aparato de intervenção do Estado, como no caso da política industrial, ganharam visibilidade e ocuparam o centro das decisões. A nova postura preservou o regime de política macroeconômica e manteve os elementos basilares do regime fiscal, delineando os traços de continuidade em relação à administração anterior. Entretanto, a singularidade do governo Lula está no que fez

---

<sup>108</sup> Segundo a proposição de Alesina; Perotti (1999), o conceito de contração fiscal expansionista expressa austeridade fiscal, cujo impacto ocorre sobre a política de gastos e de arrecadação capaz de contrair o ritmo de crescimento da demanda agregada. Tal medida de política econômica, supostamente produziria maior grau de confiança dos agentes e em consequência elevaria o crescimento econômico. No entanto, esse conceito é passível de crítica, considerando que não encontra evidências empíricas que o sustentem. Além do mais, a política de austeridade fiscal tem se revelado ineficaz para os processos de consolidação fiscal, elevando o endividamento público, visto que a diminuição da arrecadação tributária pode não se traduzir em aumento do investimento e do consumo, mas sim ampliar a poupança privada, subtraindo o efeito multiplicador que os recursos poderiam ter, caso fossem arrecadados e gastos pelo governo em obras de infraestruturas e programas de transferência de renda. A redução da cobrança de tributos e formação de poupança privada pode agravar ainda mais a concentração da renda.



de diferente: além da expansão da política social, deu maior espaço à presença do Estado e recriou mecanismos de apoio ao capital privado e de defesa do crescimento. Em termos teóricos, a formulação partiu da hipótese de que o maior espaço de atuação da política fiscal não é inconsistente com o tripé característico do regime de política macroeconômica da nova síntese neoclássica e era viável acomodar a expansão do papel do Estado.

O fato de o governo Lula, em seu segundo mandato, ter ampliado os gastos sociais, recriado mecanismos de apoio ao capital privado e de defesa do crescimento, não significou descontinuidade em relação ao regime de política macroeconômica anterior. Os pressupostos da nova síntese neoclássica permaneceram intactos, apenas foi utilizado o maior espaço fiscal permitido, para demarcar a preocupação social do *governo democrático popular*. Desse modo, o enfrentamento do baixo crescimento econômico ocorreu a partir do que o NCM permitia, contudo, sem afrontar a disciplina fiscal preconizada.

A ampliação do gasto não comprometeu em nenhum momento a remuneração dos chamados *investidores*. Ademais, em uma economia financeirizada, a gestão fiscal está longe de refletir apenas os impactos das receitas e despesas públicas, pois as ações de natureza financeira e patrimonial impactam o resultado das contas públicas (Arantes; Biasoto Jr., 2017).

O compromisso com a manutenção do regime fiscal pode ser constatado no desempenho das contas públicas, no período 2007-2010, conforme consta da Tabela 37.

**Tabela 37 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2007 - 2010 (em % do PIB)**

Ano	Resultado nominal	Juros nominais	Resultado operacional	Superávit primário	Relação DLSP/PIB	Dívida interna líquida	Dívida externa líquida
2007	2,7	6,0	-0,6	-3,2	44,6	50,5	-5,9
2008	2,0	5,3	-1,5	-3,3	37,6	46,3	-8,7
2009	3,2	5,1	3,5	-1,9	40,9	46,7	-5,9
2010	2,4	5,0	n/d	-2,6	38,0	42,9	-5,0

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

**Nota:** (-) superávit (+) déficit;

\* A partir de janeiro de 2010, a publicação do resultado operacional foi descontinuada.

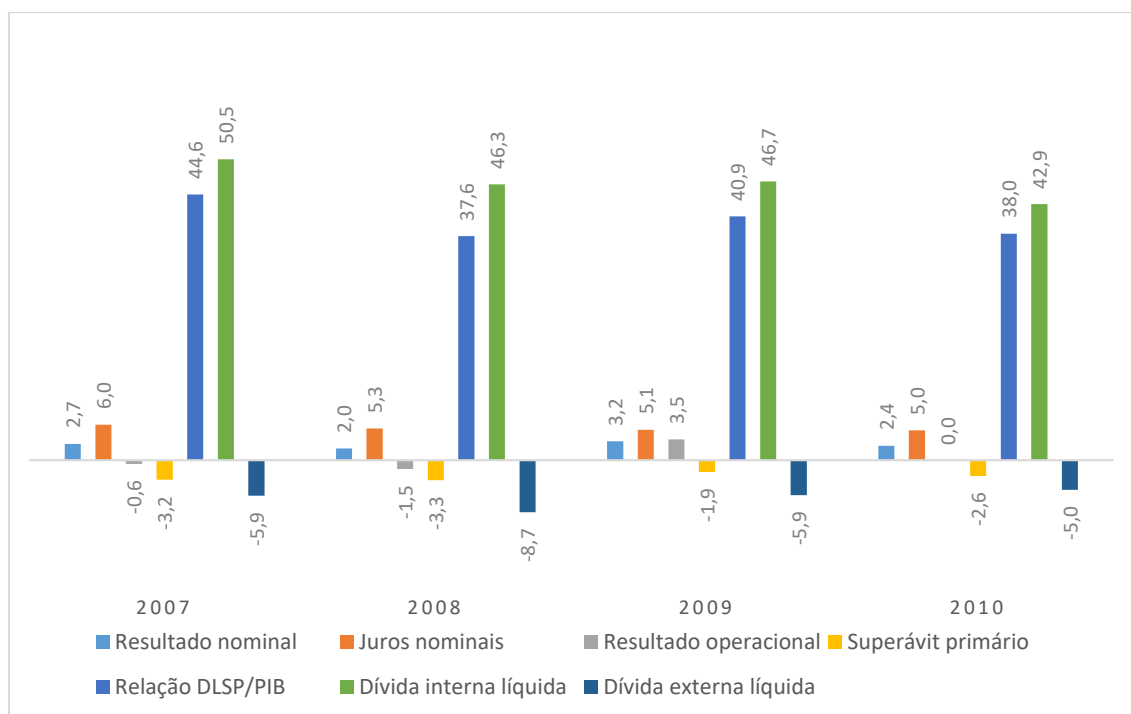
Entre 2007 e 2010, o superávit primário médio foi de 2,8% do produto, com ligeira redução em 2009, quando o crescimento do PIB havia sido negativo em 0,13%, o que levou as autoridades da área econômica a implementarem medidas anticíclicas no auge da manifestação da crise financeira<sup>109</sup> internacional. No ano seguinte, a elevação do superávit primário se fez

<sup>109</sup> Para aplacar e/ou reverter os efeitos da crise, as autoridades econômicas brasileiras utilizaram-se de três instrumentos que foram cruciais para alcançar o resultado menos desfavorável do crescimento em 2009: a) as intervenções realizadas no mercado de câmbio; b) a liberação dos compulsórios bancários e c) a política fiscal,

presente, a despeito da expansão das despesas em 2010. Isso foi possível em função do crescimento do PIB que atingiu 7,53% naquele ano, ampliando a receita pública oriunda da arrecadação tributária.

Verificou-se também a queda do déficit nominal de 3,2% do PIB em 2009, auge da crise mundial, para 2,4% em 2010, mesmo com o aumento da despesa com correção monetária, visto que o índice oficial de inflação atingiu 5,91%, o que representou crescimento de 1,6% em relação ao ano anterior. O crescimento da despesa financeira, em função da elevação da inflação, não se constituiu obstáculo ao processo de redução do déficit nominal, no último ano do mandato do Presidente Lula. Para isso, contribuiu significativamente a retomada da produção de superávit primário, que cresceu 0,7% em relação a 2009 (Gráfico 19).

**Gráfico 19 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2007-2010 (em % do PIB)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

No quadriênio encerrado em 2010, a dívida líquida do setor público consolidado foi reduzida em 6,6% em relação ao PIB. Para tanto, contribuiu decisivamente a expansão do acúmulo de divisas, que passaram de US\$ 180,3 bilhões em dezembro de 2007 para US\$ 288,6 bilhões em dezembro de 2010. Esse ativo financeiro convertido em reais e deduzido da dívida bruta, contribuiu decisivamente para que a dívida líquida continuasse em queda naquela

---

por meio da redução de tributos e desonerações concedidos aos setores produtivos relevantes para a atividade produtiva e para o nível de emprego, e da ampliação do gasto governamental (Oliveira, 2012).

conjuntura em que o país havia se tornado credor, com a dívida externa líquida tendo se tornado negativa em 5% do PIB no final de 2010.

O NCM, também conhecido como nova síntese neoclássica, predominante no pensamento hegemônico, enfatiza a necessidade de sustentação da dívida pública e da magnitude do superávit primário, que garanta a sua sustentabilidade ao longo do tempo. Em relação ao superávit primário, Arantes; Biasoto Jr. (2017, p. 1064) afirmam:

A supremacia do superávit primário como medida e meta de política econômica esvaziou a discussão sobre a atuação fiscal do Estado na dinâmica da economia. É como se pouco importasse se a meta fosse alcançada com carga tributária de 10% ou 30% do PIB ou se os gastos se concentrassem no pagamento de salários ou de investimentos em infraestrutura.

No que concerne à dívida, fazem a seguinte consideração:

O mesmo problema aparece no tratamento das questões de endividamento público. A relação dívida/PIB surge como elemento de síntese, com poder explicativo absoluto, mas questões teóricas decisivas são ignoradas por aqueles que defendem a sustentabilidade da dívida como valor supremo. Primeiro, a relação entre estoques e fluxos está sujeita a muitos condicionantes que não têm sido levados em consideração no pensamento dominante. Segundo, ter por base uma estrutura de passivos sem dimensionar e integrar os agentes possuidores dos respectivos ativos à análise, pouco esclarece sobre a verdadeira situação das contas públicas e sobre a atuação do Estado (Arantes; Biasoto Jr., 2017, p. 1064).

A expansão relativa dos gastos públicos, entre 2007 e 2010, não significou confrontação com os princípios norteadores da política econômica herdada do governo FHC, mas foi sim, ditada pelo pragmatismo na condução da política econômica, explorando a linha de menor resistência. Na realidade, o governo Lula se moveu dentro dos limites permitidos pelo NCM, com a articulação de ações que favoreceram o crescimento, abandonando as teses mais caras à ortodoxia como a da contração fiscal expansionista. Em seu lugar configurou-se uma proposta de cunho keynesiano, apesar de os membros da secretaria de política econômica afirmarem que *o projeto desenvolvimentista* de Lula não estava submetido a uma escola hegemônica de pensamento econômico (Lopreato, 2013). Segundo Barbosa e Souza (2010, p. 10), a ação do governo se vinculava a três medidas pragmáticas.

Foram elas: a adoção de medidas temporárias de estímulo fiscal e monetário para acelerar o crescimento e elevar o potencial produtivo da economia; aceleração do desenvolvimento social por intermédio do aumento nas transferências de renda e elevação do salário mínimo; e o aumento no investimento público e a recuperação do papel do Estado no planejamento de longo prazo.

Apesar de não ter promovido um maior e mais significativo distanciamento em relação ao pensamento ortodoxo, principalmente no que se refere à manutenção do regime de metas para a inflação, o governo Lula, a partir de 2006, buscou imprimir a marca de sua administração,

ao promover mudanças em algumas das diretrizes básicas do modelo de contração expansionista preconizado pelo NCM, especialmente em relação a meta de superávit fiscal.

O governo procurou canalizar maior volume de recursos para o financiamento do PPI, visando aumentar o investimento em infraestrutura econômica. Esse processo foi consolidado com o PAC, lançado em janeiro de 2007. Conforme observa Oliveira (2012, p. 308-309):

[...] se projetavam, originalmente investimentos da ordem de R\$ 503,9 bilhões, para um período de quatro anos nas áreas de energia (incluindo petróleo), infraestrutura social e urbana, e logística (rodovias, ferrovias, portos, aeroportos hidrovias), com objetivo anunciado de “romper barreiras e superar limites do crescimento econômico” de forma a sustentar uma taxa de crescimento de 5% ao ano.

De fato, o PAC representou uma mudança importante em relação à política de curto prazo, em vigor desde o início da década de 1980, principalmente a partir da crise da dívida externa. É inegável que o Programa trouxe para o debate, sobre os rumos da política econômica, preocupações estratégicas que possibilitaram vislumbrar a retomada do planejamento econômico de longo prazo, também buscando alternativas para questões cruciais no que tange ao desenvolvimento em bases sustentáveis. Essas estratégias haviam sido expurgadas do debate econômico nos anos em que vigorou, como única alternativa, a contração fiscal expansionista preconizada pelo NCM.

Apesar da tímida modificação na política fiscal, com a redução do superávit primário, que possibilitou contemplar no orçamento maior volume de recursos para os projetos de investimentos públicos contidos no PAC, a política de estabilização econômica erigida em 1999, com a substituição da âncora cambial pelo regime de metas, continuou intacta. Para Oliveira (2012, p. 312), o comportamento da economia brasileira continuou fortemente atrelado à economia e às finanças internacionais, não se alterando na sua essência, enquanto

[...] modelo ortodoxo letal para a atividade econômica, combinado juros altos, câmbio baixo e ajuste fiscal frouxo, especialmente num contexto em que o governo, diante da melhora do quadro macroeconômico, passou a demonstrar maior disposição em aumentar os gastos públicos. Mantidas essas mesmas bases, as mudanças nele introduzidas não teriam passado de um mero “remendo” no modelo de desenvolvimento que implantado no Brasil desde a década de 1990, continuou mantendo o crescimento econômico altamente dependente dos humores do comportamento da economia e das finanças internacionais. E esses não tardaram a azedar, em meio a discursos ufanistas do governo que comparavam o Brasil atual “aos anos dourados do fim da década de 1950, do governo de Juscelino Kubitschek”.

A conjuntura internacional favorável, com contínuo crescimento da demanda por *commodities*, aliada à política monetária frouxa levada a cabo pelos Estados Unidos, permitiu que o Brasil continuasse a obter resultados favoráveis durante o ano de 2007, garantindo a continuidade do processo de fortalecimento dos fundamentos de sua economia. Aquela conjuntura específica acabou sendo percebida pelos ufanistas mais conservadores como a

possibilidade de conciliar o compromisso assumido com a ortodoxia e a obtenção de um nível de crescimento mais consistente ao longo do tempo, beneficiando-se da melhoria relativa das variáveis fiscais e do melhor desempenho do balanço de pagamentos.

Não estava no horizonte dos defensores dessa alternativa questionar o modelo de estabilização vigente, desde a crise cambial de 1999. A confiança na manutenção do cenário favorável e a certeza de que o *dever cumprido* (ajuste fiscal do primeiro mandato), ditado pelo pensamento econômico hegemônico, tinha começado a render frutos, fizeram com que o caminho seguido fosse o da ampliação dos gastos fiscais, porém sem deixar de se submeter ao *credo* ortodoxo.

Os condutores da política econômica contavam com as condições excepcionais do primeiro semestre de 2007 e com a trajetória de crescimento do produto, ainda mais vigorosa do que a alcançada no ano anterior, ignorando as implicações<sup>110</sup> que a valorização excessiva do real frente ao dólar representava para as contas externas, mesmo que mitigada em parte pela excepcional elevação dos preços das *commodities*. Outro aspecto, desconsiderado pelos *policy makers*, foi o progressivo crescimento da demanda interna, que passava a ser atendida, cada vez mais, pela ampliação das importações, contribuindo para a deterioração gradativa e persistente da balança comercial.

### 5.3 Enfrentamento da crise financeira internacional

A eclosão da crise mundial tornou-se evidente em agosto de 2007, quando os títulos de hipotecas do mercado *subprime*<sup>111</sup> começaram a se deparar com níveis elevados e crescentes de inadimplência. Essa situação provocou a queda dos preços dos imóveis e impôs perdas significativas às instituições financeiras componentes daquele mercado. De início, a crise parecia estar circunscrita aos EUA, mas o processo de securitização<sup>112</sup> daqueles títulos permitiu que fossem utilizados como garantia de novos produtos financeiros e incorporados às carteiras

---

<sup>110</sup> Conforme observa Oliveira (2012, p. 314), “Mesmo o início da crise mundial, oficialmente datada de agosto de 2007, não foi capaz, neste início, de arrefecer o otimismo e confiança que o governo passou a depositar na sua estratégia de ‘encaixar’ o crescimento dentro das regras do jogo estabelecidas pela ortodoxia”.

<sup>111</sup> Considera-se *subprime* a modalidade de *crédito de elevado risco* concedida a tomadores que não apresentam garantias suficientes para comprovar sua adimplência. O termo foi criado nos EUA no início dos anos 2000, como uma forma de empréstimo de *segunda linha* para o setor imobiliário que possuía taxas mais altas e alienava a residência do tomador.

<sup>112</sup> Consiste no ato de tornar uma dívida qualquer com determinado credor em dívida distribuída por diferentes compradores de títulos no mesmo valor.

de outras instituições financeiras e aos mercados de derivativos, opções e *swaps*<sup>113</sup>, espalhando-se pelo mundo financeiramente globalizado (Oliveira, 2012).

Em relação ao processo de securitização e as inovações que possibilitaram, Guttmann (2017, p. 866) destaca:

Enquanto os fundos substituíram os depósitos como principal forma de poupança, os títulos substituíram os empréstimos como forma preferencial de crédito. Os intermediários financeiros preferiram os títulos aos empréstimos devido aos tipos de geração de rendimentos associados a cada um deles. Em comparação com os rendimentos de juros inerentemente voláteis associados aos empréstimos, a emissão e/ou negociação de títulos proporciona aos bancos fontes de rendimento maiores e mais estáveis sob a forma de taxas, comissões e lucros comerciais. Os vendedores (“emissores”) também têm motivos para preferir títulos a empréstimos. Isto permite-lhes obter uma oferta de fundos muito mais ampla. Os títulos também apresentam custos mais baixos do que os empréstimos, além de serem vantajosos em termos de divulgação de informações, exigindo informações mais formalizadas em termos de demonstrações de resultados e balanços, enquanto os banqueiros intrometidos dependem de informações relacionais que podem reunir informalmente para avaliar a situação de seus clientes credibilidade. Por último, os títulos oferecem liquidez aos credores (ou seja, “compradores”) e dão-lhes uma opção de saída, enquanto os empréstimos são compromissos difíceis de saldar (tradução nossa).

A manifestação da crise levou as instituições financeiras a sofrerem prejuízos com o estouro da chamada *bolha imobiliária*, que se generalizou pelo mundo, levando prejuízos para o sistema financeiro como um todo, não se restringindo a riscos localizados de contaminação da economia real, o que tornou não desprezível a possibilidade de instalar-se uma generalizada recessão no sistema capitalista em nível mundial.

A iminência de recessão generalizada levou à adoção de medidas *excepcionais* de socorro ao sistema financeiro e de reanimação do setor produtivo, ao velho estilo keynesiano, inicialmente nos EUA, que também pôs em marcha sucessivas reduções das taxas de juros e das taxas de assistência financeira e de liquidez (redesconto bancário). Essas medidas foram também adotadas pelos bancos centrais dos países desenvolvidos e por diversos países do continente Europeu, na tentativa de impedir que a crise se tornasse sistêmica e de mitigar a recessão global cada vez mais profunda.

O que parecia circunscrito à economia americana e de algumas instituições europeias envolvidas em negócios com os títulos hipotecários<sup>114</sup> *subprime*, agravou-se no final de 2007,

<sup>113</sup> Representa um acordo entre duas partes – duas empresas, dois investidores, uma empresa e um investidor, entre outras possibilidades – para que troquem entre si fluxos de caixa baseados em um valor de referência, num prazo com outras condições e critérios preestabelecidos.

<sup>114</sup> Sobre esse processo e seus impactos no Brasil, Fix e Paulani (2019) apresentam uma análise acurada, demonstrando a dinâmica da financeirização envolvendo o setor imobiliário nos EUA e as alterações institucionais que permitiram ao Brasil internalizar o mecanismo de securitização fortalecendo os liames entre mercado imobiliário e a financeirização. Desse modo, são ampliadas as características do capital portador de juros.

intensificando-se no ano seguinte, o que levou a economia mundial a uma crise econômica e financeira que somente encontrou precedente na grande depressão decorrente da crise de 1929.

Para a eclosão dessa crise concorreram fortemente a associação entre três fatores que alteraram a configuração do sistema financeiro: desregulamentação, informatização e globalização. Segundo Guttman (2008, p. 15):

Este impulso triplo transformou um sistema financeiro estritamente controlado, organizado em âmbito nacional e centrado em bancos comerciais (que recebem depósitos e fazem empréstimos), em um sistema auto-regulamentado, de âmbito global e centrado em bancos de investimento (corretagem, negociações e *underwriting\** de valores mobiliários). A preferência por mercados financeiros em vez de finanças indiretas utilizando bancos comerciais foi em grande parte facilitada pelo surgimento de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e, mais recentemente, fundos de *hedge* e de participações) como compradores chave nesses mercados. Essas alterações estruturais do nosso sistema de crédito têm sido em grande medida conformadas por inovações financeiras em escala maciça.

Na sua manifestação ainda no segundo semestre de 2007, iniciou-se a reversão da situação favorável que o Brasil vinha desfrutando desde o início da década de 2000, visto que a economia mundial passou a entrar numa trajetória de desaceleração, encaminhando-se para um processo recessivo em âmbito global. Esse quadro foi inicialmente negligenciado pelo governo brasileiro, e conforme observa Oliveira (2012, p. 315-316):

Essa seria a primeira vez, em todo o seu mandato, que o governo Lula teria a oportunidade para ver testada, na prática, a política econômica, que considerava não somente inovadora, diante da crise externa de grande profundidade. Ao invés, entretanto, de começar a dedicar-lhe atenção, simplesmente ignorou-a, tratando-a como um problema exclusivamente dos EUA, diante do bom momento vivido pela economia brasileira.

Continua ainda o autor:

Isso fica claro na forma como se comportaram várias das autoridades governamentais ao comentarem os efeitos e consequências que a crise poderia acarretar para o Brasil: desde o “não venha o Bush jogar a crise americana no colo do Brasil” do presidente Lula, ao “estamos blindados contra a crise, com a montanha de reservas que possuímos”, de Meirelles e Mantega, ou ainda à tese defendida de “que o Brasil conseguiria se descolar dos EUA”, sem riscos de, portanto, ser afetado pela crise, não foram poucas as frases bem humoradas, sarcásticas e levianas que desfilaram pela imprensa sobre os riscos que representava a crise para o país. (Oliveira, 2012, p. 316-317).

Embora os pronunciamentos das autoridades da área econômica e do próprio Presidente da República aparentassem confiança na solidez da economia brasileira, principalmente em relação às contas externas, o Banco Central interrompeu a aparente sintonia que vinha mantendo com o Ministério da Fazenda, realizando a redução gradual da taxa Selic, em 17 de abril de 2008, elevando para 11,50% a taxa de juros que se mantinha fixa desde 06 de setembro do ano anterior, conforme mostra a Tabela 32.

O aumento da taxa de juros, mantendo-a entre as mais elevadas do mundo, intensificou ainda mais os fluxos de capitais para o Brasil, atraídos pela alta rentabilidade. Somaram-se a isso os resultados favoráveis da balança comercial, que, ao final de 2007, fizeram com que as reservas externas atingissem US\$ 180,3 bilhões, no conceito de liquidez internacional. A expansão da oferta de dólares continuava aumentando o custo fiscal, enquanto a moeda nacional mantinha sua trajetória de valorização frente à moeda americana.

Com os efeitos da crise impactando a economia dos EUA, o FED iniciou uma rápida redução das taxas de juros, na tentativa de mitigar os seus efeitos. Isso levou ao enfraquecimento do dólar, alimentando a alta dos preços das *commodities* em geral, já pressionados pela demanda chinesa e indiana em crescimento e também pela crescente migração de recursos aplicados nos fundos de investimentos, para o mercado futuro desses produtos. Além da recessão, que se tornava cada vez mais próxima, teve-se a adição da inflação de *commodities*, que forçou os EUA a interromper a trajetória de redução das taxas de juros, ao passo que os países da Europa se obrigaram a elevar as suas, contribuindo para alimentar a desaceleração econômica.

A elevação dos preços das *commodities* se mostrou extremamente positiva para as contas externas dos países exportadores, no entanto, passaram a se defrontar com pressões inflacionárias, a exemplo dos EUA e da Europa. Isso forçou a elevação da taxa de juros. No Brasil, o consumo, que desde 2007 estava aquecido, manteve-se elevado no primeiro trimestre do ano seguinte, levando o Banco Central, sob o imperativo do RMI, a iniciar nova rodada de elevação da taxa Selic, que passou de 11,25% para 11,75% em abril, 12,25% em julho e 13% a partir de 24 de julho de 2008, buscando garantir a convergência da taxa de inflação para o centro da meta estabelecida em 4,5%.

A elevação da taxa de juros, que ampliou a valorização do Real, se somou a outros fatores, como o fato de o País ter se tornado credor líquido com o resto do mundo a partir de 2006, em 1,2% do PIB e 5,9% do produto em 2007. No final de abril de 2008, como *recompensa pelo desempenho macroeconômico*, atingiu o *investment grade* da agência *Standart & Poor's*.

Isso significou maior abertura da economia para ampliar a recepção de investimentos do resto do mundo, sobretudo dos fundos institucionais, cujas aplicações somente podem ser realizadas nos países que apresentam essas condições. O grau de investimento também foi atribuído pela agência Fitch, o que reforçou a condição de país confiável para o investidor estrangeiro (Oliveira, 2012).



Contudo, a obtenção dessa chancela, das agências de avaliação de risco, não significou a abertura de uma nova fase, com prioridade ao investimento, uma vez que o temor da deterioração do balanço de pagamentos, somado às pressões inflacionárias eram apresentados como justificativas para o aumento da taxa Selic. Conforme salienta Oliveira (2012, p. 320-321):

A combinação de pressões inflacionárias com deterioração das contas externas, mesmo com reservas no nível de US\$ 200 bilhões, criou um dilema para a política econômica: para deter o avanço da apreciação do Real e reverter a situação de progressiva deterioração das contas externas, a melhor alternativa seria dar prosseguimento à redução dos juros, mesmo porque, em termos reais, estes se encontravam entre os mais altos do mundo. As pressões inflacionárias obstavam, contudo, este movimento, pois poderia dar ainda mais forças à demanda interna (consumo das famílias, do governo, e investimentos) e acentuar o ritmo de fuga da taxa de inflação do centro da meta estabelecida. Por isso, o Banco Central, cujo papel restringe-se, de acordo com o seu presidente, Henrique Meirelles, a “cuidar da inflação”, conseguiu fazer prevalecer seu conservadorismo, não importando suas consequências para o câmbio, as contas públicas e para a própria atividade produtiva, e retornou à trajetória de elevação dos juros, apesar de resistências internas encontradas entre membros do próprio governo sobre essa questão, especialmente por parte dos quadros pertencentes ao Ministério da Fazenda e até mesmo do presidente Lula, preocupado em assegurar condições para a continuidade do crescimento.

No entanto, o governo Lula no seu segundo mandato, influenciado pelos condutores da política econômica alinhados a uma outra base teórica acerca da política fiscal, permitiu um tênue afastamento em relação àquela praticada pelo governo FHC. O regime fiscal da era FHC se manteve praticamente inalterado, visto que as reformas institucionais, que sucederam o período da alta inflação, criaram condições irreversíveis, que somente com ações políticas de risco poderiam ser modificadas, porém com a incerteza acerca de seus resultados.

De fato, o que se verificou no governo Lula foi uma mescla de ações no sentido de modificar a política do seu antecessor, notadamente a partir de 2006, e outras medidas que preservaram a política econômica herdada do governo anterior (Bacha; Oliveira Filho, 2006). Não foram feitas alterações nos fundamentos do regime fiscal tampouco se cogitou a possibilidade de reformular o mercado de dívida pública com a extinção das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs)<sup>115</sup>, bem como a vinculação entre o mercado monetário e o de títulos públicos. O conservadorismo do governo do *campo democrático popular* acabou por manter o mercado de títulos com a mesma estrutura da moeda indexada. Determinadas características do funcionamento do capitalismo brasileiro, no período de alta inflação, foram mantidas sem sofrer alterações.

---

<sup>115</sup> Trata-se de título público, cuja remuneração é atrelada à taxa básica de juros (Selic). Embora a taxa básica não seja constante, visto que é definida a cada 45 dias pelo Copom do Banco Central, a rentabilidade da LFT é prefixada. Isso significa que ela é estabelecida no início da aplicação e permanece a mesma até o seu vencimento. Por ser atrelada à taxa de juros básica acabou ficando conhecida como Tesouro Selic.

Para Lopreato (2013, p. 217):

A complexidade do problema e a falta de consenso do caminho a seguir – combinadas ao receio de repercussões negativas no mercado financeiro – bloquearam iniciativas nesse sentido. Os momentos de estabilidade facilitaram o alongamento do perfil da dívida e a queda da participação das LFTs, mas, no auge da crise mundial de 2008, o processo foi rapidamente revertido, explicitando o poder do mercado. A decisão de não mexer na gestão da dívida pública implicou, primeiro, em buscar o crescimento num quadro de alta taxa de juros e, segundo, em conviver com barreiras à expansão do investimento privado de longo prazo. As consequências refletiram-se na política fiscal: i) o custo financeiro da dívida é alto, bem superior ao de outros países de nível semelhante de endividamento, e ii) a dificuldade de construir o mercado privado de crédito de longo prazo manteve a velha dependência em relação ao financiamento externo ou aos recursos dos agentes públicos, de modo que nos momentos de retomada do crescimento em que a demanda por crédito aumenta, ressurgem o dilema de aceitar a restrição de financiamento interno ou buscar meios de capitalizar os agentes públicos de fomento.

O autor enfatiza também que a manutenção do “[...] convencional tripé de política econômica, de uso comum em outras economias e aclamado como símbolo da racionalidade econômica, não sofreu alterações” (Lopreato, 2013, p. 217). Ainda na campanha presidencial de 2002, o então candidato Lula se comprometeu com a manutenção do superávit primário e a política de metas de inflação, visando reduzir a relação dívida/PIB, que é o indicador de solvência da dívida pública e revela o compromisso dos *policy makers* em garantir a remuneração dos *investidores*, qualquer que seja a taxa de juros.

A crença de que a manutenção da política ortodoxa funcionaria como um antídoto contra a desconfiança em relação ao novo governo, pela possibilidade de utilização de possíveis medidas de cunho heterodoxo<sup>116</sup>, levou-o, em 2003, a dar mostras de que o chamado *risco Lula* não encontrava respaldo nos fatos. Ou seja, os receios iniciais cederam lugar à certeza de que não se modificaria o regime de política macroeconômica. “[...] e a imagem de intocável do então presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, confirmou o respeito aos compromissos assumidos e ao arco de alianças” (Lopreato, 2003, p. 218).

Ademais, a presença de vários economistas, filiados à teoria econômica convencional no comando do Ministério da Fazenda, fortaleceu a convicção de que as reformas microeconômicas e a consolidação do ajuste fiscal em curso desde 1999 eram condições não apenas necessárias, mas também suficientes para o deslanchar do crescimento. Por essas razões não reconheciam a necessidade de derrogar a política fiscal em curso desde a fase preparatória

---

<sup>116</sup> As medidas heterodoxas poderiam se configurar em aumento do gasto público e redução do superávit primário, visando atender às diferentes demandas sociais a muito repressadas, bem como o investimento em infraestrutura produtiva requerido para impulsionar um novo ciclo de desenvolvimento desejável com o objetivo de superar a estagnação decorrente da política de estabilização legada pelo governo anterior.

para o lançamento do Plano Real, aprofundada em meados do último ano da década de 1990, após a substituição da âncora nominal.

Embora reconheça que o regime fiscal tenha permanecido praticamente intacto, exceto pelo desconto do montante de investimentos da meta de superávit primário, Lopreato, (2013, p. 218) avalia que com a saída do ex-Ministro Palocci, “[...] o movimento ortodoxo cedeu lugar à política fiscal ativa, com o desconto do montante de investimentos da meta de superávit primário, mas sem abandonar o compromisso de reduzir a relação dívida/PIB”. Entendimento diverso é expresso por Oliveira (2012), que considera o PAC como um processo de centralização e coordenação no dispêndio de recursos, que em certa medida já se encontravam alocados para as diferentes áreas.

No entanto, ao se contrapor à tese de *morte do superávit primário* levantada por Almeida (2010), o argumento utilizado por Lopreato deixa claro que a substituição do comando ortodoxo no Ministério da Fazenda, não significou negligenciar o resultado fiscal, e por conseguinte, confrontar abertamente a condução da política econômica em vigor até 2006. “As revisões da meta de superávit primário, diante da menor taxa de juros e do crescimento do PIB, refletiram alterações no modo de lidar com a política fiscal e não o rompimento no trato dos elementos centrais do regime fiscal.” (Lopreato, 2013, p. 218). O temor de descontrole das contas públicas revelou-se injustificado, ante os resultados apresentados.

A manutenção dos elementos centrais do regime fiscal pode ser melhor compreendida considerando-se o conjunto de reformas do governo FHC, que alteraram a estrutura do Estado, fortalecendo o poder da União no pacto federativo, além de instituir regras que reduziram a margem de manobra na condução das finanças públicas. Para esse processo de mudanças estruturais no âmbito do Estado, as privatizações desempenharam papel crucial, como ressalta Lopreato (2013, p. 218-219):

As privatizações eliminaram a intervenção estatal em áreas de infraestrutura e o modelo de relações com as congêneres estaduais, usado na *costura* do pacto de poder. Além disso, as articulações no interior dos próprios estados e municípios praticamente acabaram após a venda das empresas e bancos estaduais. Em termos de arranjo federativo, a União, por meio da renegociação das dívidas e da LRF, ampliou o poder de definir os parâmetros de ajuste fiscal e as normas de redução da dívida pública, interferindo diretamente na condução das finanças dos entes subnacionais. A institucionalização das regras fiscais definiu os princípios da execução orçamentária e transformou as despesas de capital e de custeio em variável de ajuste para se chegar ao resultado fiscal desejado, já que o superávit primário é fixado *a priori*. Finalmente, o movimento de descentralização dos gastos públicos ampliou a articulação direta da esfera federal com os municípios e se tornou responsável por reduzir a influência do governo intermediário no pacto federativo.

Esses componentes, legados pelo regime fiscal que caracterizou a era FHC, não foram alterados no governo Lula. Além da elevação da meta de superávit primário nos anos iniciais,

foi mantida a estrutura de Estado, bem como a lógica do federalismo fiscal, que reduziu o papel dos entes federados, ao não alterar a LRF e manter os termos da renegociação das dívidas daquelas entidades subnacionais, submetidas a ajustes patrimoniais (privatizações) que lhes amputaram seus instrumentos de intervenção.

A política fiscal do governo Lula, alardeada como a volta da intervenção estatal, passou ao largo do questionamento das privatizações e também não se propôs investir diretamente no espaço produtivo que o setor privado não ocupou. A alternativa de intervenção estatal e de incentivos ao crescimento consistiu no esforço de reconstrução dos instrumentos de financiamento; no apoio ao fortalecimento do mercado, mediante a criação de mecanismos favoráveis aos ganhos de competitividade; à internacionalização das empresas privadas e ainda na utilização das estatais e das agências públicas de crédito como ferramentas para incentivar o investimento na formação bruta de capital e reduzir o risco privado dos projetos de inversão em infraestrutura.

Durante o governo Lula, a relação entre o governo central e as unidades subnacionais não sofreu modificações significativas, quando comparado ao seu antecessor. Os estados continuaram sob o controle financeiro da União, principalmente em função de o processo de renegociação das dívidas daqueles entes com o governo central não ter sido reaberto. Também foram mantidos os critérios de partilha dos recursos entre as esferas de poder, o que contribuiu para que a descentralização dos gastos públicos não ocorresse.

Em adição a esse quadro, somaram-se ainda as restrições da Lei Complementar nº 101/2000, no que se refere às operações de crédito; limites de endividamento e a continuidade da vigência e das obrigações decorrentes dos parâmetros estabelecidos no programa de renegociação: prazos, obrigatoriedade de geração de superávit primário e pagamento dos encargos da dívida, manutenção do indexador, taxa de juros e eventuais sanções.

A partir da CF/1988, seguiram-se mudanças na legislação como as que antecederam o Plano Real, a implementação do RMI e a regulamentação da Carta Magna, originando a LRF. Essas medidas consolidaram o processo de perda de autonomia dos governos subnacionais, ampliando a participação do governo central na definição e no financiamento das principais políticas públicas, em articulação com os municípios para a fase de execução, esvaziando o papel das instâncias intermediárias na concepção e articulação das políticas. Isso contribuiu para manter ampliado o papel da União, no período dos governos do *campo democrático popular*. A esse respeito, Lopreato (2013, p. 220) afirma que:

Os governos subnacionais, mesmo responsáveis por parcela expressiva do total dos gastos públicos, perderam autonomia, sendo obrigados a obedecer aos critérios de

ajuste fiscal e a responder às regras da LRF, ou seja, continuou o projeto anterior de ampliar a descentralização fiscal sem a esfera federal perder o controle sobre as variáveis macroeconômicas. Os estados, prisioneiros do programa de ajuste fiscal, viram cair sua capacidade de alavancar gastos e de coordenar as relações com os municípios. Isto acarretou certo esvaziamento da antiga força como ente federativo, cedendo espaço à União. A esfera federal ampliou o contato e as transferências diretas aos municípios, que, mesmo responsáveis por crescente valor dos gastos públicos, encontram-se desde então presos aos programas e repasses de recursos federais e têm pouco controle sobre as diretrizes das políticas públicas, articuladas, em grande medida, a partir da assinatura de convênios.

Contudo, a manutenção das regras fundamentais advindas do governo anterior não se constituiu em obstáculo intransponível, que pudesse tornar incontornável a rigidez no trato da política fiscal e no uso dos mecanismos de controle das finanças subnacionais. A combinação de fatores, como o maior crescimento do produto e conseqüentemente da arrecadação, somadas à redução das taxas de juro e do IGP-DI<sup>117</sup>, permitiu abrandar o controle férreo das contas públicas. Criaram-se mecanismos para a contratação de novos empréstimos, porém sem transpor os limites estabelecidos pela Lei Complementar nº 101/2000. As cidades que sediariam jogos da Copa do Mundo de 2014, foram autorizadas a contrair empréstimos para realizar obras destinadas a abrigar o evento, sob o amparo da Medida Provisória nº 496, de 19 de julho de 2010, convertida na Lei Ordinária nº 12.348, de 15 de dezembro de 2010.

Outro dispositivo legal utilizado pelo governo para contornar a rigidez do controle dos gastos públicos foi a Medida Provisória nº 487, de 23 de abril de 2010, que, embora tenha perdido eficácia, visava utilizar a prerrogativa prevista no artigo 66 da LRF<sup>118</sup>, que dispensa os estados, em caso de crescimento inferior a 1%, por quatro trimestres consecutivos, de cumprirem os artigos da Lei que obrigam a gerar superávit primário e se enquadrarem nos limites de endividamento.

Ao lançar mão dessa previsão, constante na própria Lei Complementar nº 101/2000, o Governo Federal pôde manter a expansão dos gastos públicos e a retomada dos investimentos. Caso não tivesse se utilizado desse expediente, as unidades subnacionais ficariam impedidas de receber novas transferências do Governo Federal e também de contratar novas operações de crédito. Além disso, seriam obrigadas a elevar o superávit primário, de acordo com o estabelecido pelas regras permanentes de controle do endividamento.

---

<sup>117</sup> O IGP-DI foi o principal indexador utilizado nas renegociações das dívidas dos estados com a União.

<sup>118</sup> A LRF prevê no seu artigo 66 que “Os prazos estabelecidos nos artigos 23, 31 e 70 serão duplicados no caso de crescimento real baixo ou negativo do Produto Interno Bruto (PIB) nacional, regional ou estadual por período igual ou superior a quatro trimestres. § 1º Entende-se por baixo crescimento a taxa de variação real acumulada do Produto Interno Bruto inferior a 1% (um por cento), no período correspondente aos quatro últimos trimestres.” (Brasil, 2000).

O segundo mandato do Presidente Lula também foi marcado por outras medidas, que, se não representaram uma ruptura com a política de austeridade vigente desde a implementação do regime de metas inflacionárias, foram expansionistas o suficiente para se diferenciarem em relação aos primeiros anos, marcados pela austeridade, com elevação auto imposta do superávit primário. De acordo com Lopreato (2013, p. 222):

O traço dominante de descontinuidade encontra-se no olhar alternativo sobre o Estado. O reconhecimento de que o arranjo das condições de mercado por si só não é suficiente para garantir o crescimento levou à mudança de orientação teórica e à condução da política fiscal em outro caminho. O projeto de avançar nas reformas microeconômicas e de controle rígido das contas públicas cedeu lugar às políticas estatais direcionadas a catalisar a atuação do capital privado e a construir o ambiente de negócio favorável à ampliação do investimento.

Com alterações na política fiscal a partir de 2007, o Estado se envolveu na montagem de uma estrutura de apoio ao crescimento, isto é, não se restringiu à expansão do gasto público, porém, manteve a consistência fiscal. Para tanto, pôs em marcha um conjunto de medidas que envolveu, além da política orçamentária, os agentes financeiros e as empresas públicas na manipulação de instrumentos, tais como: renúncias fiscais, crédito público, compras direcionadas à produção nacional, compartilhamento de investimentos, entre outros, visando a estimular as decisões de investimento privado e a contemplar os diferentes interesses nas diversas áreas consideradas prioritárias.

Cabe ressaltar que o programa de estímulo ao investimento, posto em marcha no governo Lula, não teve a abrangência e a força das medidas de incentivo, que vigoraram entre a segunda metade dos anos 1960 até o final da década seguinte. No entanto, foi capaz de recolocar o Estado como instituição catalizadora do processo de crescimento nos marcos da proposta de retomada do *desenvolvimentismo*. Isso manteve suspensa, parcialmente, a orientação hegemônica desde o governo Collor. No entanto, a retomada da concepção do *projeto desenvolvimentista* não pode ser creditada exclusivamente à mudança de orientação da política macroeconômica do governo Lula. O que se verificou foi um movimento de reestruturação de políticas<sup>119</sup> que haviam sido interrompidas na fase mais exacerbada do programa neoliberal durante o governo FHC, como a política industrial e a atuação das empresas e agentes financeiros estatais.

---

<sup>119</sup> Conforme observa Lopreato (2013, p. 222-223): “A revisão do projeto governamental, no entanto, só ganhou organicidade no momento em que ascendeu ao centro nevrálgico das decisões econômicas. As ações, capitaneadas pela articulação entre o Ministério da Fazenda e o BNDES, à revelia da postura conservadora do Banco Central, deram o tom da posição oficial de buscar a remontagem da capacidade de atuação dos atores públicos e a revitalização dos mecanismos fiscais e financeiros de sustentação do investimento e de apoio às atividades privadas”.

Na concepção desenvolvimentista, o Estado tem papel fundamental na regulação da economia e no investimento para impulsionar o desenvolvimento do País. Segundo Sicsú; Paula; Michel (2007, p. 513-514):

Na concepção novo-desenvolvimentista, o Estado deve ser forte para permitir ao governo a implementação de políticas macroeconômicas defensivas ou expansionistas. Políticas de caráter defensivo são, por exemplo, aquelas que reduzem a sensibilidade do país a crises cambiais; e, políticas expansionistas referem-se àquelas medidas de promoção do pleno emprego, sobretudo em contextos recessivos. Política industrial e de comércio exterior – usadas de forma inteligente e criativa – devem e podem ser utilizadas para estimular a competitividade da indústria e melhorar a inserção do país no comércio internacional. O Estado deve, ademais, possuir um sistema tributário progressivo, para reduzir as desigualdades de renda e de riqueza que são exageradas. As desigualdades menores devem permanecer. Afinal os indivíduos e as empresas têm capacidades diferenciadas.

No processo de remontagem da *nova política desenvolvimentista* com a finalidade de acelerar o crescimento, o governo lançou mão de medidas que embora não fizessem parte da opção convencional de receitas e despesas públicas, ensejaram a retomada do planejamento mesmo que de maneira tímida, a partir do PAC, iniciado em 2007. Além disso, buscou articular as ações de órgãos públicos, empresas estatais e de capital privado, apoiando-se no crédito de instituições financeiras sob controle do Estado e nos incentivos fiscais para garantir programas sociais e de infraestrutura. Após a crise mundial, somaram-se ainda ações anticíclicas, como o Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), capaz de absorver grande volume de trabalhadores com baixa qualificação e também dinamizar a indústria voltada para o setor da construção civil.

A mudança de diretriz possibilitou ainda suspender o *veto* à política industrial, e substituir o incipiente programa, denominado Diretrizes de Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE), de 2003, pela Política de Desenvolvimento Produtivo<sup>120</sup> (PDP), de 2006, a partir de uma visão sistêmica. A nova política articulou diferentes medidas de apoio à indústria e fortaleceu a coordenação entre as diferentes instituições do governo com o setor

---

<sup>120</sup> De acordo com Cano; Silva (2010, p. 11): “[...] em 12/05/2008, um novo programa de promoção à indústria brasileira é lançado pelo governo federal, com maiores pretensões no sentido de sua abrangência, profundidade, articulações, controles e metas, ampliando o número de setores e os instrumentos de incentivo em relação à PITCE. Entre os avanços, há a preocupação em definir objetivos e estabelecer metas, fortalecer a coordenação entre diferentes instituições do governo e o diálogo com o setor privado, dentro de uma visão sistêmica voltada à construção da competitividade de longo prazo dos mais diversos setores da economia brasileira. Batizada de Política de Desenvolvimento Produtivo – PDP e apoiando-se em diversos tipos de medidas (tributária/fiscal, financiamento, poder de compra por parte do governo, aprimoramento jurídico, regulação e apoio técnico), a nova política tem como objetivo a sustentação de um longo ciclo de desenvolvimento produtivo, apoiado no investimento, na inovação, na competitividade das empresas e na ampliação das exportações. Entre outros instrumentos, o novo programa propõe a desoneração de diversos setores produtivos correspondente a uma renúncia fiscal de R\$ 21,4 bilhões entre 2008 e 2011”.

privado, objetivando a estruturação e o fortalecimento da competitividade de longo prazo dos diferentes setores.

Esse período também foi marcado pelo retorno da participação de empresas e bancos estatais enquanto instrumentos da política de investimentos e financiamento do capital privado, além de ter se expandido o apoio à constituição de grandes empresas de capital predominantemente nacional, em condições de ganharem competitividade e se constituírem em novos *players* com atuação no mercado mundial.

A utilização de medidas consideradas desenvolvimentistas esteve, portanto, longe de um consenso mínimo, sem a presença de contraposições. Ao contrário, essas medidas motivaram um acalorado debate sobre a política fiscal, no qual se defrontaram a visão keynesiana, defensora da presença ativa do Estado em apoio ao desenvolvimento, e, de outro lado, os adeptos da nova síntese neoclássica, contrária ao processo de recriação de mecanismos capazes de devolver o protagonismo da atuação estatal na elaboração e execução da política de desenvolvimento.

As contraposições encetadas à política fiscal partiram especialmente do conjunto de críticos contumazes filiados teoricamente ao pensamento da nova síntese neoclássica, rechaçando as ações fiscais discricionárias não circunscritas ao período mais agudo de perda de eficácia da política monetária, durante a crise financeira mundial. Segundo essa concepção, findo o período crítico, tendo sido alcançados os resultados advindos dos estímulos, não haveria razão que justificasse a manutenção dessa política por parte do Estado.

Nessa crítica contra a maior intervenção estatal e da magnificação dos riscos à estabilidade macroeconômica, não faltou a estridência típica dos analistas ortodoxos, bradando contra os empréstimos do Tesouro Nacional (TN) ao BNDES, considerados ativos da União, passíveis de desconto do total do passivo bruto, para efeito de cálculo da dívida líquida do setor público. Esse processo foi alardeado na mídia hegemônica, como sendo a *contabilidade criativa* levada a cabo para encobrir o aumento do *risco fiscal* ampliado pelo mecanismo que possibilitava a oferta de crédito do BNDES remunerado pela Taxa de Juros de longo Prazo (TJLP) (Garcia, 2010).

O veto do *mainstream* se deveu à não submissão total dos condutores da política econômica aos ditames preconizados pelo RMI, ao supostamente não observar o papel que cumpriria a política fiscal, qual seja, produzir o superávit primário suficiente, para manter em trajetória declinante a relação DLSP/PIB, qualquer que fosse a taxa de juros.

Segundo Lopreato (2013, p. 226-227):



O novo olhar na condução da política fiscal levou à revisão da política orçamentária, na tentativa de elevar o volume de investimento sem colocar em risco a sustentabilidade da dívida pública. Em lugar de privilegiar a prática de expandir o superávit primário, cresceu a preocupação de elevar o investimento público e de gerar o efeito multiplicador sobre o nível de atividade econômica, de modo a consolidar o ajuste de longo prazo e afastar a ameaça da insolvência da dívida pública. O lançamento do PAC consolidou o movimento pioneiro, de 2005, de descontar os gastos do Projeto Piloto de Investimento (PPI) da meta de superávit primário que abriu espaço para a retomada do gasto público. Por outro lado, a volta do crescimento, somada ao menor gasto com juros, deu chance de reduzir o montante do superávit primário. O valor, fixado em 4,25% do PIB até 2007, caiu progressivamente e alcançou 2,5% em 2009, como parte da política anticíclica no ano agudo da crise cambial, retornando ao patamar de 3,3% em 2010.

Os valores com investimentos do PPI descontados no cálculo do superávit primário cresceram entre 2007 e 2011, de R\$ 4,6 bilhões na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) do primeiro ano, evoluindo para R\$ 13,8 bilhões no ano de 2008. Em 2009, atingiu R\$ 28,5 bilhões, R\$ 29,8 bilhões em 2010 e R\$ 32 bilhões em 2011. A esses valores ainda puderam ser acrescidos os restos a pagar do PAC e do eventual excesso da meta de superávit primário apurado para o exercício de 2010. Com isso, os resultados da Petrobras e da Eletrobras passaram a ser desconsiderados na apuração do resultado primário, ampliando o raio de manobra daquelas estatais, o que facilitava a expansão do investimento no setor de petróleo, gás e na geração e transmissão de energia elétrica (Lopreato, 2013).

As mudanças orçamentárias levaram ao aumento dos custos fiscais, produzindo reflexos na expansão da dívida bruta<sup>121</sup> do governo geral, que em média apresentou crescimento nos três últimos anos do quadriênio 2007 a 2010, conforme pode ser observado na Tabela 38. Isso se deveu à emissão de títulos da dívida pública empregados na compra das reservas internacionais e nos empréstimos do TN aos bancos estatais.

---

<sup>121</sup> A partir de 2008, o BCB passou a calcular a dívida bruta do setor público, com metodologia própria, diferenciada da metodologia do FMI, que continuou sendo apurada pela Autoridade Monetária. O cálculo com metodologia própria retroagiu até o ano de 2007.

**Tabela 38 – Dívida bruta do governo geral: 2007-2010 (em % do PIB)**

Mês Metodologia	Ano							
	2007		2008		2009		2010	
	FMI	BCB	FMI	BCB	FMI	BCB	FMI	BCB
Janeiro	63,62	56,17	61,30	57,51	58,67	56,87	61,69	59,76
Fevereiro	64,70	56,90	61,89	57,04	59,56	57,18	62,11	59,03
Março	64,49	57,24	61,93	57,09	60,20	57,47	62,99	56,24
Abril	63,66	57,17	59,82	56,52	59,26	56,80	64,57	56,05
Maiο	63,99	57,91	60,03	55,82	59,13	57,07	64,92	55,96
Junho	64,28	58,23	61,38	55,60	61,12	58,34	64,14	55,78
Julho	62,15	58,32	58,11	55,53	61,42	59,68	63,02	55,53
Agosto	62,67	58,46	58,33	54,95	62,97	60,77	62,49	54,98
Setembro	62,46	57,88	58,16	54,83	63,11	60,80	62,32	54,89
Outubro	62,72	57,49	57,94	55,05	62,68	61,00	62,29	55,07
Novembro	63,17	57,26	58,44	54,64	62,68	60,22	62,18	54,65
Dezembro	63,02	56,72	61,42	55,98	64,70	59,21	62,43	51,77
<b>Média</b>	63,41	57,48	59,90	55,88	61,29	58,78	62,93	55,81

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

Observa-se que a participação da dívida bruta no produto, calculada pelo BCB<sup>122</sup>, foi inferior à apurada pelo FMI<sup>123</sup>. Essa discrepância se deveu, principalmente, ao fato de o BCB considerar como dívida apenas os títulos emitidos pelo TN, vendidos ao mercado em operações compromissadas, enquanto a metodologia do FMI considera a totalidade dos títulos emitidos pelo TN.

Durante esse período, a dívida bruta apurada, de acordo com a metodologia do FMI, passou de uma média de 63,41% do PIB, no primeiro ano, para 59,90% do PIB no ano seguinte, elevando-se para 61,29% e 62,93% respectivamente, nos dois últimos anos. Por outro lado, a dívida líquida do setor público no período manteve a tendência de queda, exceto no ano de 2009, quando aumentou sua participação no PIB em 3,3% em relação ao ano anterior. No último ano do quadriênio, a DLSP/PIB situou-se em 38%, correspondendo a um recuo de 2,9% na participação do produto quando comparada ao ano imediatamente anterior.

A redução do esforço fiscal entre 2007 e 2010, numa conjuntura de maior crescimento do PIB, quando comparada ao quadriênio anterior, sem, contudo, afetar a trajetória de queda da

<sup>122</sup> Para melhor entendimento sobre as diferentes metodologias de apuração da dívida bruta, ver Garcia e Wilbert, (2018).

<sup>123</sup> Conforme observa Barbosa (2020, p. 1): “Nossa autoridade monetária considera como dívida somente os títulos que o BC vendeu ao mercado em operações compromissadas. Já no caso do FMI, todos os títulos emitidos pelo TN de posse do BC são considerados dívida”.

dívida líquida, tornou mais difícil a defesa da austeridade e explicitou o embate teórico acerca do papel da política fiscal. Os defensores da chamada *consolidação fiscal*, ou seja, da produção de superávit primário elevado e permanente bradaram sobre o risco iminente de aceleração inflacionária. Para esses, a necessidade de retomar o ajuste fiscal era imediata, passado o momento mais agudo de manifestação da crise financeira mundial.

Por outro lado, os adeptos da redução do superávit primário defenderam maior presença estatal, sem ocupar diretamente os espaços deixados pelo capital privado, mas com o objetivo de propiciar o ambiente favorável à retomada dos investimentos, influenciando a formação das expectativas dos agentes, sem comprometer as finanças públicas e a estabilidade monetária.

#### **5.4 Evolução dos gastos e indicadores sociais**

Analisando-se a evolução dos gastos a valores constantes de 2020, constata-se que o investimento apresentou expansão de 66,17% entre 2006 e 2007. Do primeiro ao último ano do segundo mandato do governo Lula, o crescimento foi de 33,96%, equivalente à expansão anual média de 8,30%. Entre 2006 e 2007, as despesas com juros foram reduzidas em 11,14%. No quadriênio encerrado em 2010, as despesas com juros se reduziram em 25,42%, refletindo tanto a redução da Selic, como o processo de recompra de parte da dívida mobiliária, entre o último trimestre de 2008 até o final do primeiro semestre de 2009, em decorrência da redução do volume de divisas no auge da crise financeira mundial.

Isso fica evidenciado por meio do crescimento do gasto com amortização, que se elevou de 66,51% de 2007 para 2008, e 141,25% entre 2008 e 2009, respectivamente. O aumento do dispêndio com amortização contribuiu decisivamente para que o gasto com refinanciamento fosse reduzido em 30,02% de 2007 para 2008, e 35,83% entre 2007 e 2009 respectivamente, elevando-se no último ano do quadriênio, quando atingiu 85,17% em relação ao que fora despendido no primeiro ano, conforme pode ser observado na Tabela 39.

**Tabela 39 – Despesa liquidada com Juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, investimentos, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2006-2010 - (em R\$ de dezembro 2020)**

Ano	Juros e encargos	Amortização	Juros e encargos + Amortização	Refinanciamento	Investimentos
2006	321.442.589.258	257.170.987.123	578.613.576.382	801.380.377.336	41.672.847.673
2007	285.649.843.285	197.664.738.322	483.314.581.607	762.992.191.307	69.245.901.810
2008	211.836.024.010	329.130.877.201	540.966.901.211	533.968.819.743	69.559.156.894
2009	229.650.862.278	464.888.967.692	694.539.829.970	489.606.589.714	84.428.396.742
2010	213.029.994.078	244.689.443.083	457.719.437.161	649.806.791.882	92.759.822.924
Ano	Inversões financeiras	Pessoal e encargos sociais	Saúde	Educação	Previdência social
2006	56.706.069.278	227.661.613.125	84.503.844.208	36.867.587.865	451.886.229.511
2007	60.913.621.198	239.884.045.487	80.280.247.796	38.455.792.334	474.770.059.910
2008	77.086.018.511	257.896.950.491	83.880.934.660	42.147.535.955	494.172.008.363
2009	60.979.604.535	285.522.579.073	89.720.566.264	52.419.881.110	533.721.204.805
2010	60.841.696.404	294.940.738.534	94.909.441.289	66.613.937.284	565.805.771.976

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2006-2010).

**Nota:** \* Corrigido pelo IPCA para valores constantes de dezembro de 2020.

As despesas com saúde apresentaram queda real de 5% entre 2006 e 2007. Entre 2007 e 2010, o gasto com saúde apresentou crescimento de 18,22%, refletindo o avanço na oferta desse serviço, principalmente no que diz respeito à expansão da rede de Unidades de Pronto Atendimento (UPAs) e na ampliação da oferta de exames de maior complexidade, verificadas durante o segundo mandato.

O dispêndio com educação, que apresentou crescimento modesto entre 2006 e 2007, correspondente a 4,31%, expandiu continuamente durante os quatro anos do segundo mandato do Presidente Lula. Entre 2007 e 2010, a expansão foi de 73,22%, correspondente ao aumento real médio anual de 18,31%. Essa expansão, verificada no âmbito da política do governo federal no último quadriênio, se deveu principalmente à ampliação da rede de estabelecimentos de ensino profissionalizante, como também da criação e transformação de *campi* das universidades já existentes em instituições federais de ensino superior, mediante os diversos programas levados a cabo pelo Ministério da Educação (MEC).

O processo de reestruturação de cargos e salários das *carreiras típicas de Estado* e a recomposição do quadro de pessoal do Executivo, atendendo às recomendações do Ministério Público Federal, além da expansão do número de técnicos administrativos e docentes nos

Institutos Federais de Educação e nas Universidades Federais, elevaram a despesa com pessoal e encargos sociais. Entre 2006 e 2007, o crescimento real foi de 5,37%. No quadriênio finalizado em 2010, o gasto foi expandido em 22,95%, o que representou crescimento médio real de 5,73% ao ano.

As despesas com a previdência social tiveram expansão de 5,06% entre 2006 e 2007. No quadriênio encerrado em 2010, o crescimento foi de 19,17%, o que correspondeu à taxa média anual de 4,79%. Esse crescimento ocorreu no contexto de expansão do número de aposentados, pensionistas e durante a vigência da política de valorização do salário mínimo, conforme pode ser observado na Tabela 40.

**Tabela 40 – Benefícios previdenciários concedidos no valor de um salário mínimo**

Ano	Quantidade			Valor em R\$			Valor s. m. R\$	% Real
	Urbano	Rural	Total	Urbano	Rural	Total		
2006	1.174.098	1.005.521	2.179.619	397.945.303	340.443.962	738.389.265	350,00	16,67
2007	1.187.230	1.008.951	2.196.181	442.835.789	376.365.048	819.200.837	380,00	8,57
2008	1.320.179	1.045.848	2.366.027	541.366.985	429.196.836	970.563.821	415,00	9,21
2009	1.383.678	1.077.663	2.461.341	638.552.624	497.508.471	1.136.061.095	465,00	12,05
2010	1.435.210	1.067.709	2.502.919	730.956.053	543.911.721	1.274.867.774	510,00	9,68

**Fonte:** Elaboração própria a partir da Base de dados históricos da previdência social (Brasil, 2024).

Entre 2006 e 2010, foram concedidos 9.526.468 novos benefícios no valor de um salário mínimo, no período em que os reajustes propiciaram ganhos reais, tendo superado o IPCA em 2,67%, 3,31%, 7,74% e 3,77%, como pode ser constatado cruzando-se os dados constantes das Tabelas 32 e 40. Entre 2006 e 2007, o número de benefícios concedidos cresceu 0,76%. No quadriênio encerrado em 2010, verificou-se crescimento de 13,97%, equivalente a uma expansão média anual de 3,49%.

Quando comparado o dispêndio em relação ao produto, entre 2006-2007, constata-se que os gastos com o pagamento de juros sofreram uma redução de 1,12% de participação no produto. No biênio, as despesas com o pagamento de juros diminuíram em 1,30% em relação ao total de gastos. Analisando-se o período 2007-2010, verificou-se uma redução de 2,01% nas despesas com juros em relação ao PIB, enquanto a participação no total das despesas apresentou decréscimo de 3,34%.

A redução no gasto com o pagamento de juros na média de 0,5% a.a. no segundo governo Lula se deveu tanto à redução da Selic no período, quando as despesas com o pagamento de juros nominais foram reduzidos em 1% (ver Tabela 37), como também à

produção de um menor superávit primário, aliado ao maior crescimento do PIB, cuja expansão foi de 6,7% e 5,09% em 2007 e 2008 respectivamente, com queda de -0,13% em 2009 e elevação de 7,53% em 2010.

Como a arrecadação de tributos no Brasil está calcada principalmente em impostos sobre consumo, o maior crescimento do produto permitiu sua elevação, embora os condutores da política econômica tenham se utilizado da redução das alíquotas de impostos, para mitigar os efeitos da crise financeira internacional. A maior expansão do produto no período, com aumento da arrecadação tributária, também contribuiu para que a participação dos gastos com juros no total das despesas apresentassem recuo significativo, atingindo a média de 0,84% a.a. no período.

**Tabela 41 – Despesa liquidada com Juros e encargos, amortização, refinanciamento da dívida pública, saúde educação e previdência social: 2006 - 2010 - (em % do PIB e % do total)**

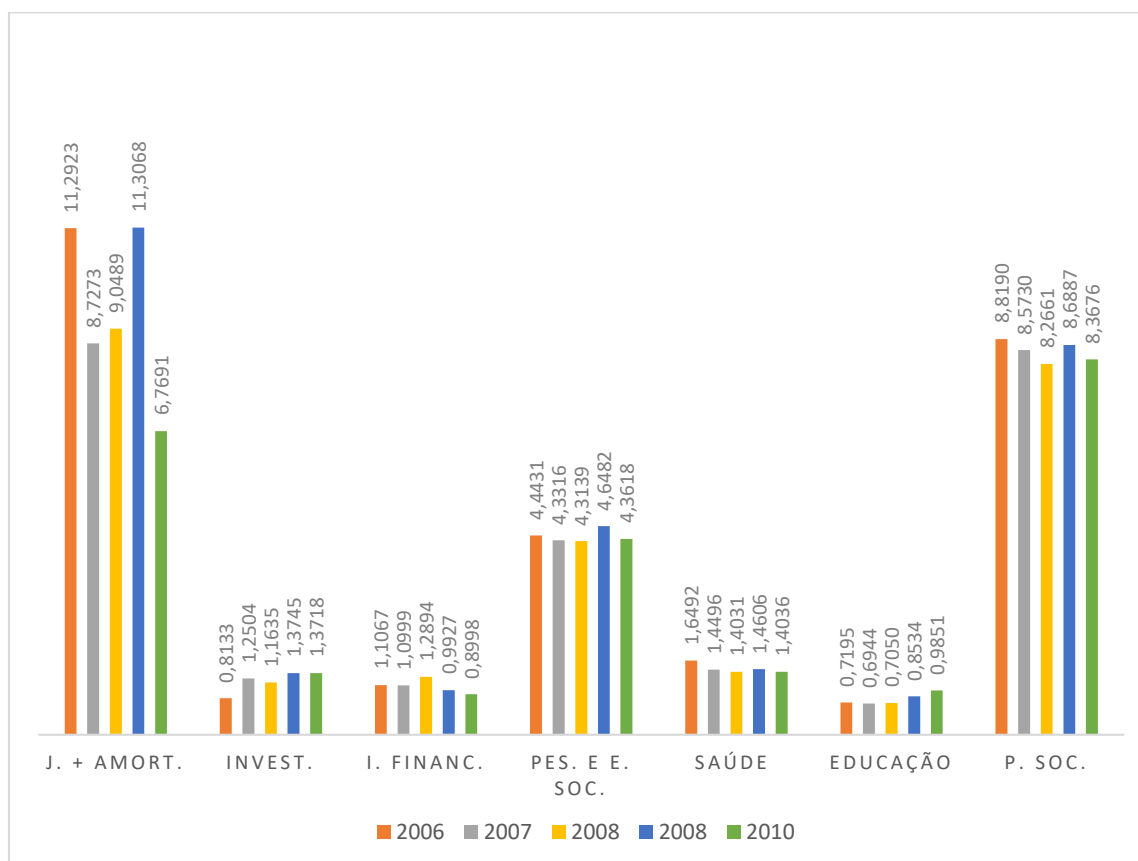
Ano	Juros e encargos		Amortização		Juros + Amort.		Refinanciamento		Investimentos	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
2006	6,2733	12,8676	5,0190	10,2948	11,2923	23,1624	15,6398	32,0799	0,8133	1,6682
2007	5,1580	11,5646	3,5693	8,0025	8,7273	19,5671	13,7775	30,8899	1,2504	2,8034
2008	3,5434	8,8375	5,5054	13,7308	9,0489	22,5683	8,9318	22,2763	1,1635	2,9019
2009	3,7386	8,8847	7,5682	17,9855	11,3068	26,8702	7,9706	18,9418	1,3745	3,2663
2010	3,1505	8,2217	3,6187	9,4436	6,7691	17,6653	9,6099	25,0787	1,3718	3,5800
Ano	Inversões Financeiras		Pessoal e encargos sociais		Saúde		Educação		Previdência social	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
2006	1,1067	2,2700	4,4431	9,1135	1,6492	3,3828	0,7195	1,4758	8,8190	18,0894
2007	1,0999	2,4661	4,3316	9,7118	1,4496	3,2502	0,6944	1,5569	8,5730	19,2212
2008	1,2894	3,2159	4,3139	10,7590	1,4031	3,4994	0,7050	1,7583	8,2661	20,6161
2009	0,9927	2,3592	4,6482	11,0462	1,4606	3,4711	0,8534	2,0280	8,6887	20,6485
2010	0,8998	2,3481	4,3618	11,3830	1,4036	3,6629	0,9851	2,5709	8,3676	21,8368

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2006-2010).

O gasto com amortização apresentou redução de 1,45% de participação no PIB entre 2006 e 2007, elevando-se em 1,94% e 4,00% nos anos de 2008 e 2009, com a saída de divisas que obrigaram ao resgate de parcela da dívida mobiliária, então utilizada nas operações de esterilização da liquidez, no período imediatamente anterior à crise financeira internacional. No

ano de 2010, com o retorno dos fluxos de divisas e o maior crescimento do PIB, com o consequente aumento da arrecadação, essa despesa apresentou redução de 3,95% na participação do produto (Gráfico 20).

**Gráfico 20 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2006-2010 (em % do PIB)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2006-2010).

Evolução similar também se verificou em relação à participação no total das despesas. Entre 2006 e 2007, foram reduzidas em 2,29%, elevando-se para 5,73% e 9,98% entre 2008 e 2009. Em 2010, a participação no total dos gastos apresentou crescimento de 1,44%, em relação ao primeiro ano do segundo mandato do governo Lula.

A análise da despesa conjunta com juros e amortização da dívida pública torna evidente o impacto da crise financeira internacional sobre a dinâmica dos gastos financeiros, no quadriênio encerrado em 2010. Em 2007, o crescimento mais vigoroso do produto (6,07%) possibilitou a redução de 2,56% do total de gastos com juros e amortização, enquanto proporção do produto. No ano seguinte, a despesa conjunta desses dois itens apresentou crescimento modesto (0,32%). No ano de 2009, com a agudização dos efeitos da crise financeira

internacional, verificou-se a elevação de 2,58% da participação no PIB, decorrente do aumento dos gastos relacionados à amortização, como pode ser observado na Tabela 41. Em 2010, com o maior crescimento do produto e o retorno dos fluxos financeiros, o gasto relativo a esses dois itens recuou 1,96%, quando comparado ao ano de 2007.

Analisando-se o quadro da despesa total, fica evidenciado que o agregado desses dois itens de dispêndio, depois de reduzir a participação no total dos gastos em 3,60%, entre 2006 e 2007, apresentou crescimento de 3,00% em 2008, quando comparado ao primeiro ano do segundo mandato do governo Lula. Esse aumento decorreu principalmente do resgate de parte da dívida mobiliária federal, que fora utilizada na esterilização da liquidez, no processo de saída de capitais verificado no ano de 2008, quando os efeitos da crise financeira se manifestaram no Brasil. Em 2009, com o aprofundamento da crise e seus efeitos sendo plenamente observados no país, a participação conjunta desses dois itens expandiu em 7,30%, no contexto de evolução negativa do produto (-0,13%), o que impactou a arrecadação tributária.

No último ano do quadriênio encerrado em 2010, a despesa conjunta desses dois itens apresentou crescimento de 1,90%, em relação ao primeiro ano do segundo mandato do governo Lula. Essa queda de participação no total das despesas se deveu ao início do processo de regularização dos fluxos de capitais externos, o que fez diminuir a necessidade de recompra de títulos da dívida pública, bem como a relativa redução das despesas com juros, no contexto de crescimento extremamente favorável do PIB, que alcançou 7,53% naquele ano.

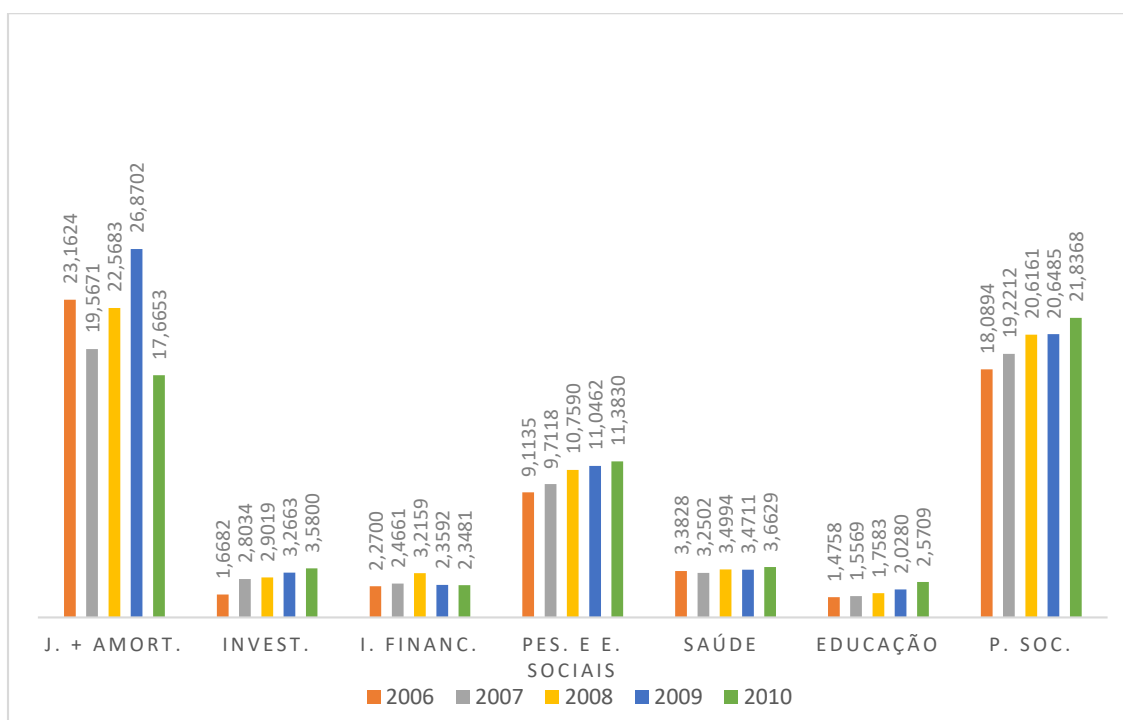
O refinanciamento também apresentou queda significativa, reduzindo em 1,86% a participação no PIB, entre 2006 e 2007. Em 2008, com a redução da liquidez, provocada principalmente pela saída líquida de divisas<sup>124</sup>, o refinanciamento foi reduzido em 4,85% em comparação ao ano anterior. No ano seguinte, com o aprofundamento da crise e a necessidade de manter a liquidez, o refinanciamento foi reduzido em 5,81%, quando comparado a 2007. No último ano do quadriênio encerrado em 2010, a despesa com refinanciamento apresentou ligeira redução de 4,17% do produto, em comparação com o ano de 2007, já no contexto de maior crescimento econômico e relativo retorno dos fluxos de capitais externos (Gráfico 21).

---

<sup>124</sup> O fluxo líquido de capitais se reduziu de US\$ 89,9 bilhões, em 2007, para 31,7 bilhões em 2008, conforme consta da Tabela 35.



**Gráfico 21 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões financeiras, saúde, educação e previdência social: 2006-2010 (em % da despesa total)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2006-2010).

A participação do refinanciamento no total das despesas também se mostrou declinante (1,19%) nos anos 2006 e 2007. Entre 2007 e 2008, a redução no total das despesas atingiu 8,61%, tornando evidente os efeitos da crise financeira mundial sobre a necessidade de rolagem da dívida mobiliária, emitida para esterilizar a liquidez nos anos anteriores, marcados pelos grandes influxos de recursos externos decorrentes das exportações de *commodities* e da elevação da liquidez internacional presente nos anos 2000. Em 2009, no ápice da contração da liquidez em nível internacional, a participação no total de despesas foi elevada em 11,95%, na comparação com o primeiro ano do segundo mandato do governo Lula. No ano de 2010, a partir do restabelecimento parcial da liquidez em âmbito internacional, as despesas de refinanciamento se elevaram, no entanto, a participação no total dos gastos decresceu 5,81% em relação ao verificado em 2007.

A redução da despesa com pagamento de juros, que poderia ter aberto espaço para elevação do investimento, não se concretizou, visto que esse evoluiu positivamente em 0,44% do PIB entre 2006 e 2007, voltando a decrescer 0,09% no ano seguinte. Em 2009 e 2010, quando supostamente foram postas em marcha políticas anticíclicas, o investimento cresceu modestamente 0,12%, quando comparado com o primeiro ano do segundo mandato do governo

Lula. O reduzido investimento constatado decorreu da opção de política fiscal<sup>125</sup> levada a cabo no período, caracterizada pela renúncia tributária, principalmente a redução do IPI.

O gasto com saúde, que em 2006 atingiu 1,65% do produto, diminuiu sua participação no PIB em 0,20% no ano seguinte. Entre 2007 e 2010, o dispêndio médio foi de 1,43% do PIB. A participação no total das despesas atingiu 3,38% em 2006, porém recuou 0,13% no ano seguinte. No quadriênio encerrado em 2010, a participação média desse item de despesa foi de 3,47%. Em 2008, atingiu 3,50%, recuou para 3,47% em 2009, elevando-se para 3,66% em 2010.

Na área da educação, o percentual de gasto em relação ao produto apresentou discreto recuo entre 2006 e 2007, ao passar de 0,72% para 0,69%. No entanto, nesse biênio o produto cresceu significativamente, passando de 3,96% para 6,07%. Nos últimos três anos do quadriênio encerrado em 2010, a média de participação no produto atingiu 0,85%, tendo evoluído de 0,71%, para 0,85% e 0,99%. O crescimento do gasto com educação em relação ao total das despesas acompanhou a evolução do dispêndio em valores constantes de 2020 (ver Tabela 39), passando de 1,48% em 2006 para 1,56% em 2007. Nos quatro anos do segundo mandato do governo Lula, a média de participação no total das despesas alcançou 1,98%, com evolução contínua durante o quadriênio, atingindo 1,76%, 2,03% e 2,57% nos últimos anos.

O gasto com a previdência social apresentou recuo 0,25% na participação do produto, entre 2006 e 2007. Em 2008, quando os efeitos da crise financeira internacional ainda não se faziam plenamente presentes e o PIB cresceu 5,09%, os gastos previdenciários recuaram 0,31%. No ano seguinte, com o crescimento negativo do produto atingindo 0,13%, a despesa da previdência aumentou sua participação no produto em 0,42% quando comparada a 2008. No quadriênio encerrado em 2010, com o PIB retomando a trajetória de crescimento (7,53%), o dispêndio com a previdência reduziu sua participação em 2,40%, em plena vigência de política de valorização do salário mínimo como consta da Tabela 40.

A recomposição do salário mínimo e o aumento do quantitativo de aposentados urbanos e rurais elevaram discretamente a participação dos gastos previdenciários em relação ao total das despesas, aumentando em 1,13% entre 2006 e 2007. De 2008 até 2010, a média de participação no total dos gastos se elevou para 21,03%, com evolução de 1,39 entre 2007 e 2008, 0,03% no ano seguinte e 1,19% entre 2009 e 2010. Cabe observar que no penúltimo ano,

---

<sup>125</sup> Essa opção de política fiscal implica, normalmente, elevada renúncia tributária, com efeitos multiplicadores inferiores ao que poderiam ser alcançados se a cobrança dos tributos fosse realizada e os investimentos públicos ou a ampliação dos gastos com transferência de renda tivessem sido efetuados. A renúncia fiscal normalmente beneficia aqueles estratos da sociedade de maior renda e com baixa propensão a consumir, aumentando a poupança acumulada em ativos financeiros, que em condições de elevada incerteza tendem a não se converterem em ativos ilíquidos, sob a forma de bens de capital.

a despeito da retração econômica e da política de valorização do salário mínimo, não se verificou crescimento *explosivo* desse gasto em relação ao total das despesas. Fato este que contradiz a versão, segundo a qual, a política de rendas levada a cabo no período, somente seria sustentável se fossem mantidas taxas de crescimento elevadas.

Os gastos com pessoal e encargos mantiveram a trajetória de descenso nos anos de 2007 e 2008, tendo reduzido a sua participação no produto em 0,11% e 0,02%, respectivamente. Em 2009, a participação no produto cresceu 0,33% quando comparado ao ano anterior, no contexto da retração econômica que marcou aquele ano. No último ano do quadriênio encerrado em 2010, marcado pela forte retomada do crescimento econômico, o gasto com pessoal recuou 0,29%, situando-se em 4,36% do PIB, portanto abaixo do percentual do último ano do primeiro mandato do governo Lula, quando havia atingido 4,44%.

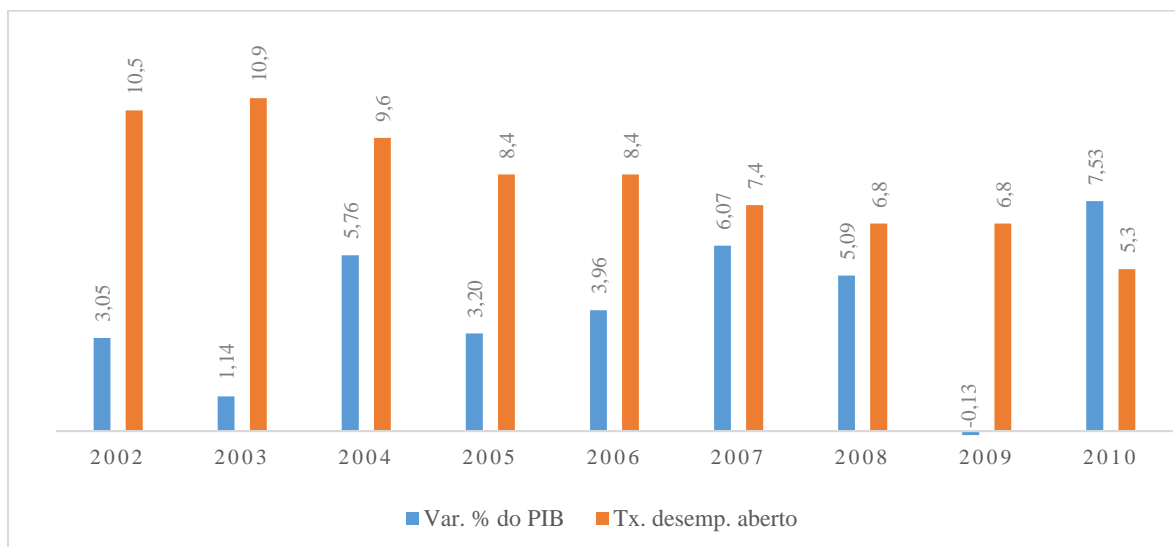
A participação da despesa com pessoal e encargos no total dos gastos se expandiu continuamente. Entre 2006 e 2007, avançou 0,60%, passando de 9,11% para 9,71%. No ano seguinte expandiu 1,05%, atingindo 10,76% do total despendido. Em 2009, esse item de despesa absorveu 11,05% do total gasto, com expansão de 0,29% em relação ao ano imediatamente anterior. No último ano do quadriênio encerrado em 2010, respondeu por 11,38% do total das despesas, correspondente ao incremento de 0,34% da participação. Ressalte-se que esse crescimento da participação no total das despesas se fez no contexto de reposição do quadro de pessoal das diferentes categorias do funcionalismo público, de recomposição do salário dos integrantes de determinadas carreiras típicas de servidores de Estado e reajustes de salários pontuais concedidos a setores do funcionalismo, sem que tenha significado melhorias salariais para a totalidade dos servidores públicos.

A ligeira redução da taxa Selic no segundo mandato, aliada ao maior crescimento do PIB e à discreta mudança na condução da política econômica, permitiram a redução dos índices de desemprego e a elevação do número de empregados com empregos formais a partir de 2007, como poderá ser observado no Gráfico 23. A taxa de desemprego aberto recuou de 10,9 % em 2003 para 8,4% em 2006, o que representou taxa média anual de 9,33%, enquanto o PIB passou de 1,14% para 3,96%, com média de crescimento anual de 3,52%.

No período de 2007 a 2010, o crescimento médio anual do produto foi de 4,64%, com desempenho superior a 5% em 2007, 2008 e 2010, contrastando com a queda de 0,13% em 2009, quando os efeitos da crise financeira mundial se manifestaram de forma mais aguda no Brasil. Nesse ano, a taxa de desemprego aberto, que recuara de 7,4% em 2007 para 6,8% no

ano seguinte, interrompeu a trajetória descendente, porém voltou a cair para 5,3% em 2010, com efeito sobre a média da taxa de desemprego aberto, que ficou em 6,58% (Gráfico 22).

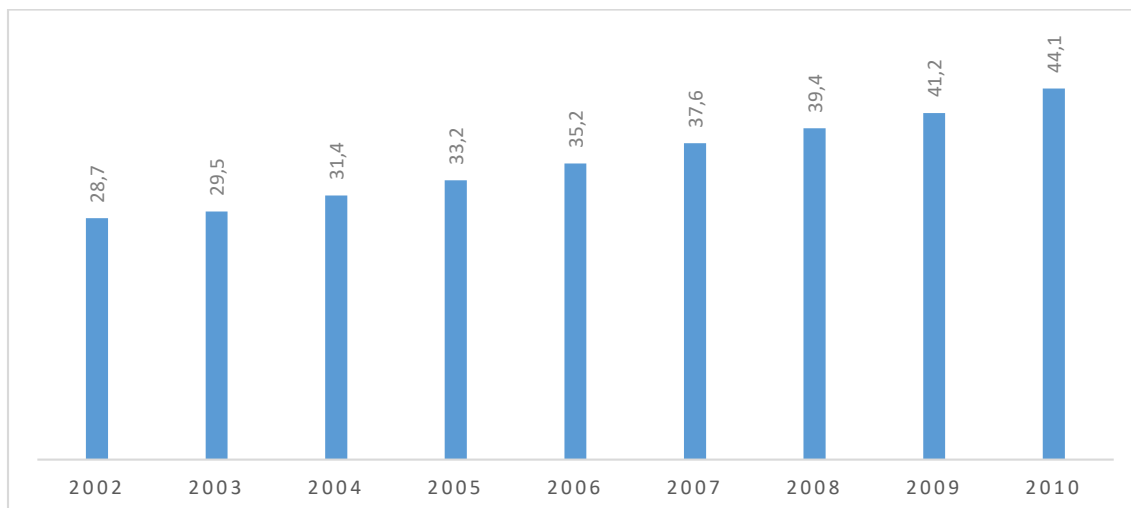
**Gráfico 22 – Variação do PIB e taxa de desemprego aberto**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2002-2010) e do *Centro de Estudos Brasil Século XXI* (Gomes; Cruz, 2022).

O emprego formal passou de 29,5 milhões em 2003 para 35,2 milhões em 2006, o que corresponde à média anual de 32,3 milhões de empregados formais no quadriênio encerrado em 2006. Entre 2007 e 2010, o número de empregados com carteira assinada passou de 37,6 milhões para 44,1 milhões, equivalente à média anual de 40,6 milhões de empregos formalizados (Gráfico 21), no contexto de maior crescimento do produto e atuação do poder público para a redução da informalidade no mercado de trabalho (Gráfico 23).

**Gráfico 23 – Número de empregados com vínculo formal (em Milhões)**

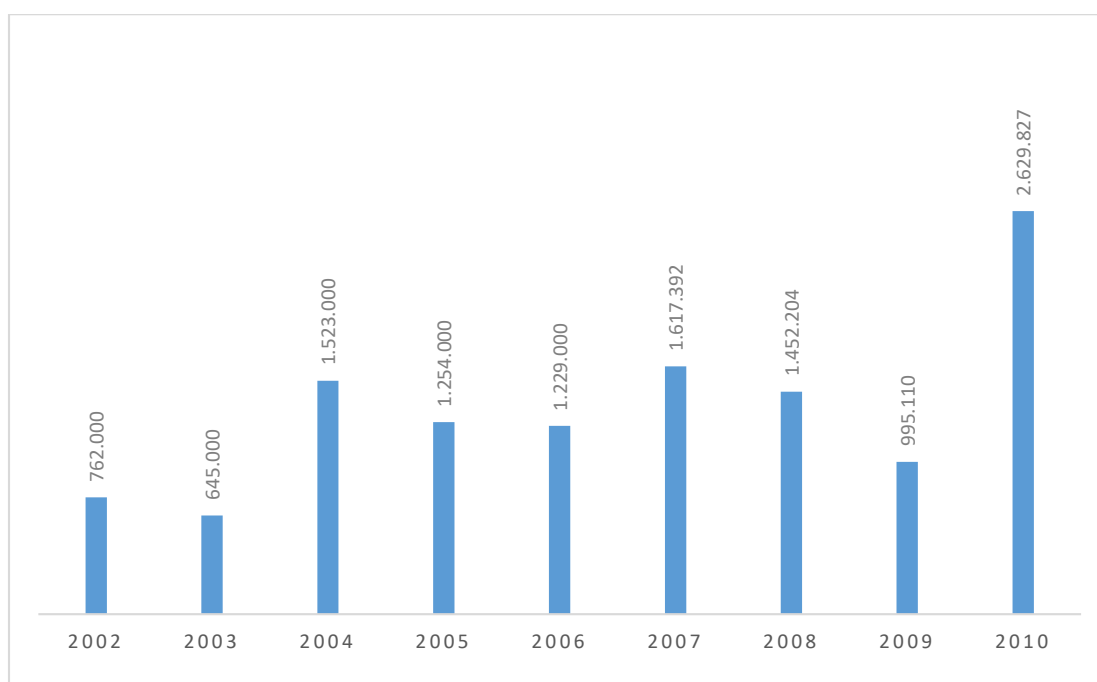


**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Ministério do Trabalho (Brasil, 2022a) e do *Centro de Estudos Brasil Século XXI* (Gomes; Cruz, 2022).

Entre 2003 e 2006, foram gerados 4.651.000 novos postos de trabalho, correspondentes à geração média anual de 1.162.750 novos empregos formalizados. No quadriênio findo em 2010, foram criados 6.694.533 novos empregos formais, correspondendo à criação média anual de 1.673.633 postos de trabalho com carteira assinada, como pode ser observado no Gráfico 24. Embora a geração líquida de empregos tenha sido reduzida em 2009, a manifestação dos efeitos da crise mundial não reverteu a criação de novos postos de trabalho, mesmo com o país dependendo crescentemente do desempenho positivo de seu balanço de transações correntes, cuja composição caminhou para o predomínio da exportação de *commodities* em detrimento de produtos industrializados. Foi evidenciado que a geração de novos empregos passou a depender crescentemente do setor de serviços, com remuneração média inferior ao setor industrial.

Apesar de ter sido constatada a geração líquida de empregos nos anos do governo Lula, verifica-se que a implementação de medidas de austeridade fiscal e monetária durante o ano de 2003 reduziram a geração de empregos em 15,35%, quando comparado com o último ano do governo de seu antecessor. No ano de 2009, com o crescimento negativo do produto em 0,13%, a geração de emprego apresentou retração de 31,57% em relação a 2008, quando o PIB cresceu 5,09%. No ano seguinte, com o produto tendo apresentado desempenho extremamente favorável (7,53%), o emprego formal cresceu 164,28% em relação a 2009.

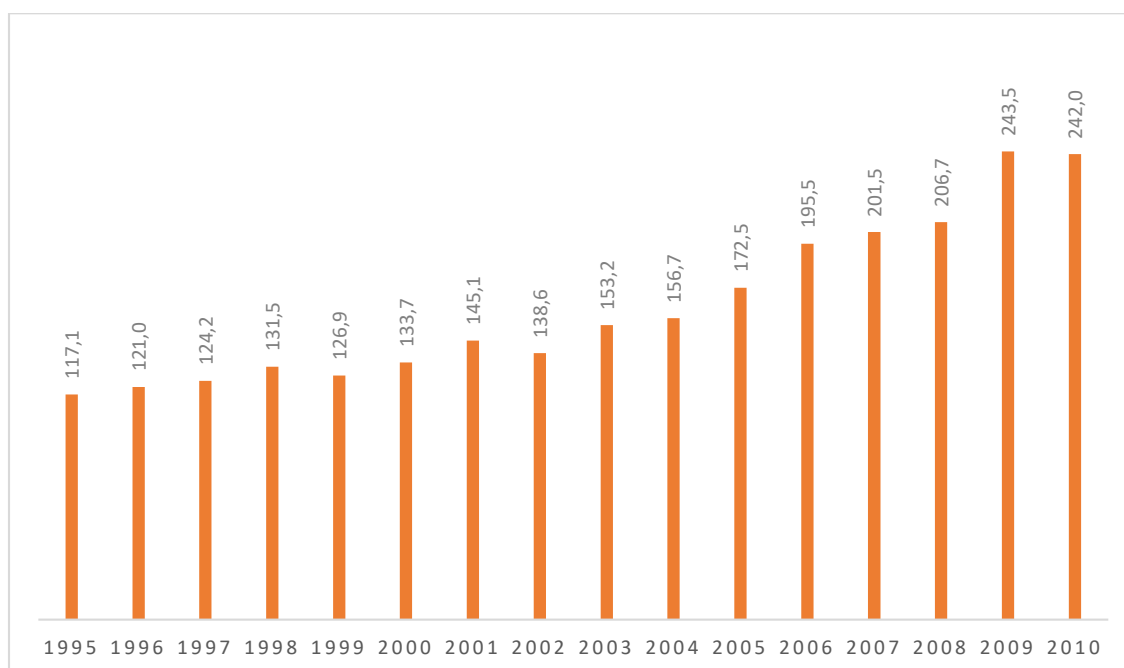
**Gráfico 24 – Geração líquida de postos de trabalho (celetistas)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do MTE (Brasil, 2022b) e do *Centro de Estudos Brasil Século XXI* (Gomes; Cruz, 2022).

O aumento da geração líquida de postos de trabalho foi acompanhado da elevação do salário mínimo real durante os oito anos do governo Lula, exceto em 2010 como pode ser observado no gráfico a seguir. Entre 2003 e 2006, o crescimento real foi de 42,3%. No quadriênio seguinte, a elevação real atingiu 40,5%. Ressalta-se que, entre 2009 e 2010, registrou-se a primeira redução do percentual de reajuste no governo Lula. Por paradoxal que possa parecer, isso decorreu da própria política de valorização implantada pelo governo, ao considerar na composição do índice de reajuste a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do ano anterior, acrescido da variação do produto. Desse modo, o crescimento negativo do PIB em 2009, contribuiu decisivamente para a redução de 1,5% no índice de reajuste.

**Gráfico 25 – Evolução do salário mínimo real\* (Ano Base 1994 = 100)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do *Centro de Estudos Brasil Século XXI* (Gomes; Cruz, 2022).

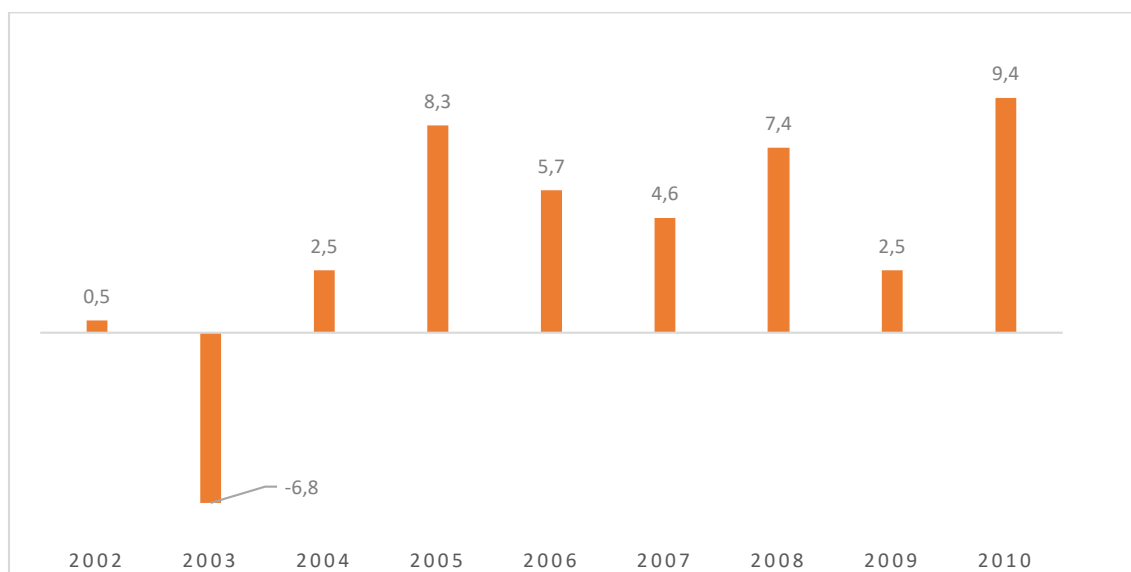
**Nota:** \*Deflacionado pelo INPC.

A política de valorização do salário mínimo também favoreceu o crescimento da massa salarial, fortaleceu o mercado interno de consumo, estimulou o crescimento econômico<sup>126</sup>, e contribuiu para tornar a distribuição de renda menos desigual para o conjunto dos assalariados. Entre 2004 e 2010, a variação da massa salarial foi positiva conforme mostra o Gráfico 26,

<sup>126</sup> Faz-se necessário considerar que o salário mínimo é a referência para a remuneração da maior parte dos aposentados do Regime Geral da Previdência nos meios urbanos e rural, cujo crescimento do quantitativo de benefícios foi de 13,97% entre 2007 e 2010, representando uma expansão média de 3,49% ao ano.

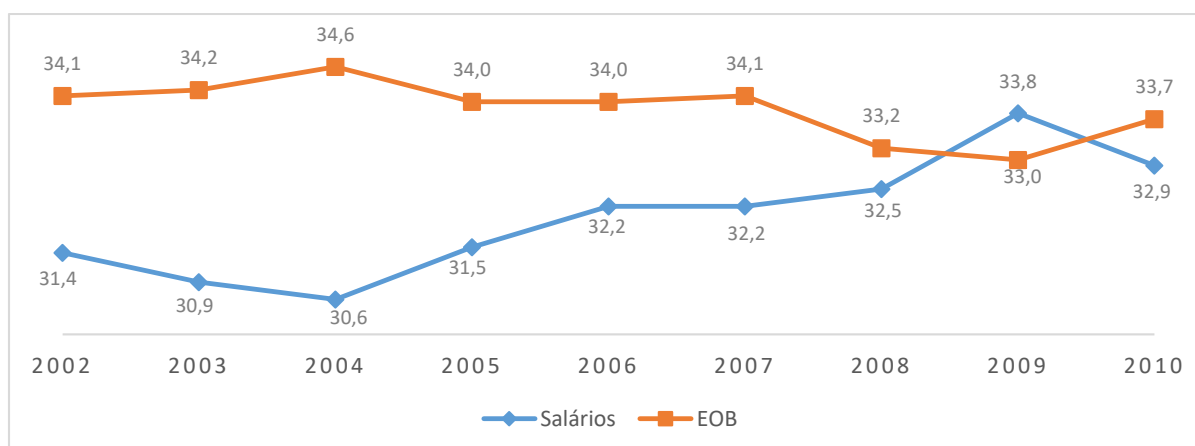
evidenciando a estreita correlação entre esta e o crescimento da geração líquida de empregos formais, constante do Gráfico 24. Embora tenha apresentado queda de 6,8% em 2003, devido à baixa geração de empregos, a expansão média da massa salarial entre 2003 e 2006 foi de 2,4%. No quadriênio encerrado em 2010, a média de crescimento se expandiu para 6,0%, a despeito do recuo para 2,5% em 2009, sob os efeitos da crise financeira internacional.

**Gráfico 26 – Massa salarial real - evolução anual (%)**



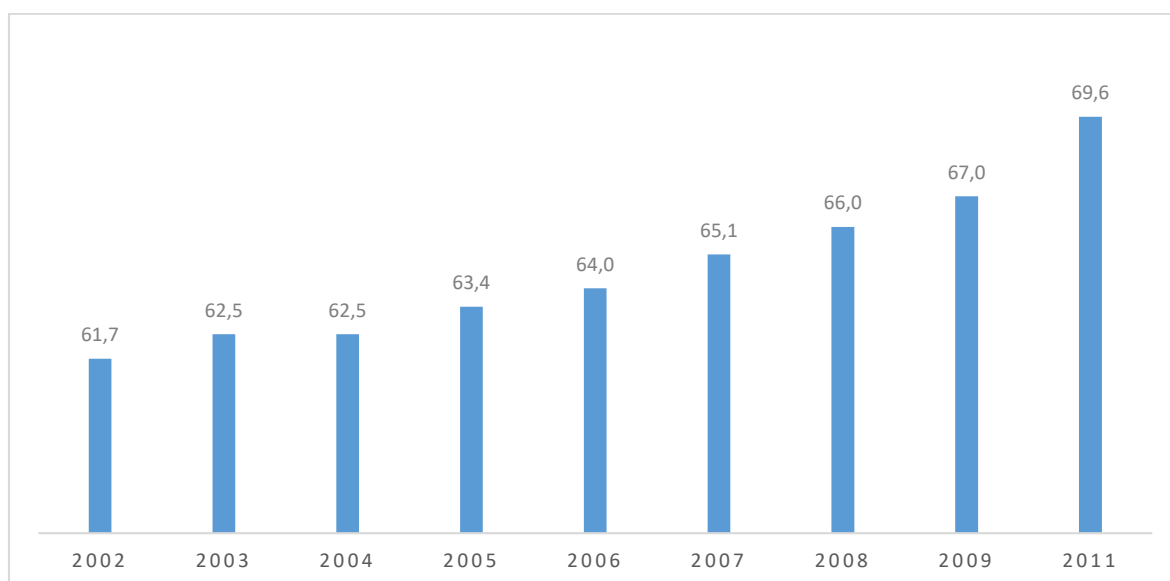
**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do *Centro de Estudos Brasil Século XXI* (Gomes; Cruz, 2022).

Em 2004, verificou-se a menor taxa de participação dos salários no PIB, quando atingiu 30,6%, evoluindo nos anos seguintes, em função do crescimento da massa salarial e da política de valorização do salário mínimo, até atingir 33,8% em 2009. Nesse ano ocorreu forte retração do produto, impactando a participação dos salários, que caiu para 32,9% no ano seguinte, em meio ao contexto de forte expansão do PIB, em que o crescimento atingiu 7,53%. Entre 2003 e 2006, a participação média anual dos salários foi de 31,3%, enquanto no quadriênio, findo em 2010, foi de 32,9%, o que corresponde a uma elevação de 1,6% de participação no PIB durante o segundo mandato do Presidente Lula (Gráfico 27).

**Gráfico 27 – Participação dos salários e do excedente operacional bruto no PIB (%)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do *Centro de Estudos Brasil Século XXI* (Gomes; Cruz, 2022).

O crescimento do emprego formal aumentou a taxa de cobertura previdenciária da População Economicamente Ativa (PEA), que passou de 62,5% em 2003 para 64,0% em 2006, correspondente a uma taxa média de 63,1%. Com o maior crescimento do produto, a média de cobertura elevou-se para 66,0% entre 2006 e 2009<sup>127</sup> (Gráfico 28).

**Gráfico 28 – Taxa de cobertura previdenciária**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do *Centro de Estudos Brasil Século XXI* (Gomes; Cruz, 2022).

Embora no quadriênio 2007-2010, o PIB tenha apresentado uma taxa média de crescimento superior à dos períodos imediatamente anteriores, atingindo 4,64%, frente ao crescimento de 2,33% de 1999 a 2002 e 3,52% de 2003 a 2006, não é possível creditar esse desempenho a uma ruptura com a política de austeridade vigente. Desde a implementação do

<sup>127</sup> A média não abrangeu o ano de 2010 porque o dado sobre a cobertura previdenciária referente àquele ano não foi publicado.



RMI, a destinação de recursos para honrar os compromissos financeiros não apresentou alteração significativa. Ao contrário, no período compreendido entre 2003 e 2006, os gastos conjuntos com juros e amortização foram inferiores aos verificados no período findo em 2010, tanto em termos de participação no produto quanto em percentual da despesa. Isso ocorreu a despeito de a taxa Selic ter apresentado trajetória de queda no último período.

O gasto social em saúde e educação aumentou em termos absolutos, viabilizado pela elevação da arrecadação, porém com tendência declinante tanto em relação ao PIB, quanto na participação do total de gastos, ou seja, não se alterou em termos relativos o processo de destinação dos recursos públicos. A suposta mudança de orientação da política econômica, atribuída à troca dos *policy makers*, não se confirma, quando confrontada com os indicadores relativos aos recursos destinados ao financiamento dos bens e serviços públicos.

Por mais que os defensores da pretensa guinada heterodoxa, no segundo mandato do Presidente Lula, atribuam a expansão do produto às alterações na condução da política econômica, o fato é que o crescimento se deveu em sua maior parte às excepcionais condições externas, como o *boom* de *commodities* e a elevada liquidez, que vigorou durante praticamente toda a primeira década do século XXI.

Além da conjuntura externa favorável, a diminuição das despesas com pagamento de juros, em função da redução da taxa Selic, que serve de referência para a remuneração da dívida mobiliária federal, permitiu alguma margem para ampliar o nível de investimento e também aumentou a participação no produto e em relação ao total das despesas. Outra fonte de recursos, para a indução do investimento no período, teve origem nos bancos estatais, que proveram crédito com juros inferiores ao mercado, principalmente na oferta de recursos provenientes de fontes compulsórias de captação, a exemplo, do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), gerido pela Caixa Econômica Federal (CEF) e do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), administrado pelo BNDES.

A conjuntura externa favorável, que propiciou o acúmulo de reservas internacionais, permitiu a redução da dívida líquida do setor público em relação ao PIB, abrindo espaço para a colocação de títulos públicos no mercado. Essa medida viabilizou a ampliação dos investimentos do setor público, notadamente na cadeia de petróleo e gás. A ampliação do investimento nesse setor, aliada à política de conteúdo nacional, contribuiu para a elevação do nível de emprego industrial fora do eixo dinâmico da economia brasileira nesse período.

O crescimento dos gastos em valores absolutos nas áreas da saúde e educação, possibilitados pelo incremento da arrecadação no contexto de maior expansão do produto, não

significou alteração na partilha dos recursos de maneira que essas áreas tivessem elevado suas participações, seja em relação ao PIB, seja ao total dos gastos.

Da perspectiva da política pública de cunho universal, tomando como parâmetro a evolução do dispêndio previdenciário, observa-se que a despeito do marco legal, que estabelece o salário mínimo como piso para o pagamento de aposentadorias e pensões e do crescimento do número de beneficiados, não houve aumento significativo desse item de despesa, tanto em relação ao produto quanto ao total dos gastos, embora seja inegável o crescimento contínuo dos valores despendidos ao longo dos dois mandatos do governo Lula.

Da análise dos principais itens de gastos sociais, depreende-se que a expansão do investimento na área social no governo do *campo democrático popular* foi viabilizada pelo incremento da arrecadação tributária decorrente do crescimento do PIB. Desse modo, pode-se concluir que não foi alterada substancialmente a partilha dos recursos que compõem o fundo público, uma vez que a remuneração dos detentores de títulos da dívida pública manteve e até mesmo ampliou sua participação no produto e no total dos gastos durante os oito anos compreendidos no período de 2003 a 2010.

## 5.5 Conclusão

No segundo governo Lula ocorreram tímidas iniciativas de redução das metas fiscais, portanto, a queda do superávit primário em relação ao produto não significou uma ruptura com a política econômica ortodoxa. As mudanças verificadas foram possibilitadas principalmente pela conjuntura internacional extremamente favorável. O *boom* de *commodities*, com impacto na balança comercial, o influxo de IED e o investimento em carteira, atraído pelo diferencial de taxas de juros, que se mantiveram elevadas em todo o período, contribuíram assim para a manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada. Ressalta-se que o investimento externo direto foi direcionado em grande parte para os setores produtores de bens não *tradables*. Desse modo, tais investimentos não participaram significativamente da redução da vulnerabilidade externa.

A timidez das mudanças com a expansão dos gastos explorou a linha de menor resistência, sem confrontar abertamente as proposições da matriz ortodoxa, ou seja, ocorreram dentro dos limites permitidos pelo novo consenso macroeconômico. Assim sendo, a elevação do preço das *commodities* permitiu que o País continuasse a elevar suas importações em detrimento da produção de produtos industrializados em âmbito interno.

Nesse período, as alterações, do ponto de vista da política econômica, ocorreram tanto em função da necessidade de enfrentamento da crise como também do ténue relaxamento em relação ao receituário ortodoxo, sem que isso significasse alterar profundamente a destinação de recursos para fazer frente aos compromissos financeiros. A remuneração dos *investidores* não foi atingida, no entanto, os setores ortodoxos voltaram sua bateria de críticas à manutenção dos gastos, após o período mais agudo da crise, sob a alegação de que a intervenção do Estado deveria se limitar ao momento mais grave de manifestação da recessão.

Assim tanto o enfrentamento da crise quanto o projeto *desenvolvimentista* não significaram aumento dos gastos fiscais em volume expressivo. Para o projeto *desenvolvimentista*, o que se verificou foi a manipulação de instrumentos de crédito e subsídios por parte dos bancos e empresas estatais. Nesse sentido, pode-se afirmar que no segundo mandato do governo Lula prevaleceu a mescla de políticas heterodoxas combinadas com medidas ortodoxas então vigentes. Constatou-se essa situação pela ausência de direcionamento dos recursos destinados à cobertura de despesas financeiras, para gastos sociais ou de investimento em infraestrutura.

Esse tipo de política somente foi viável em função da condição externa extremamente favorável naquele período, tanto pela elevação excepcional dos preços das *commodities*, elevação da liquidez em nível internacional e no plano interno pelo maior crescimento do produto com impacto direto sobre a arrecadação, o que permitiu reduzir o superávit primário sem contudo diminuir o direcionamento de recursos para o rentismo, quando comparado à participação desses gastos em relação ao produto e ao total das despesas.

Enfim, o melhor desempenho da economia no segundo mandato deveu-se, apenas em parte, às medidas de cunho heterodoxo e, sobretudo, à conjuntura internacional favorável, a despeito da crise financeira mundial, que se manifestou mais profundamente no segundo semestre de 2008 e no ano seguinte. A crise permitiu que, por um breve período, fossem adotadas medidas de política fiscal e monetária contracíclicas, em parte responsáveis pelo melhor desempenho verificado nos dois últimos anos do segundo mandato do governo Lula.

Na realidade, a opção pelo relaxamento fiscal e monetário por parte dos condutores da política econômica significou em última instância *salvar* o capital acumulado na esfera financeira. No entanto, Marx já havia alertado em *O Capital* (livro III, tomo 1) que as crises ocorrem como soluções momentâneas às contradições que se reproduzem continuamente entre os diferentes capitais. De fato, com a tendência permanente à queda da taxa de lucro, reproduz-se a tensão entre o capital industrial (no sentido *stricto*) e o capital fictício. Esse processo faz

com que o segundo continue a determinar os fundamentos da política econômica para evitar, em última instância, a destruição do próprio capital acumulado. A partir das contradições da dinâmica do capitalismo e dos pressupostos marxianos sobre a mesma, apreende-se o limite histórico e concreto da política econômica do governo Lula, mesmo quando tentou contornar timidamente algumas condicionalidades impostas pela ortodoxia.

## 6 GOVERNOS DILMA E TEMER: crescimento, austeridade, recessão e golpe de estado (2011 - 2018)

### 6.1 Introdução

Neste capítulo analisa-se a política econômica executada nos governos Dilma-Temer, destacando seus efeitos contraditórios sobre o produto, emprego e renda, que comprometeu o desenvolvimento econômico e social no período 2011-2018 e lançou o País numa trajetória de crescimento negativo por dois anos consecutivos, em meio a uma crise política profunda, de difícil superação.

O conteúdo está organizado em seis tópicos. O primeiro compreende as contradições da política econômica do primeiro governo Dilma, pois as medidas adotadas visando ao crescimento estavam calcadas principalmente em reduções da tributação, controle do preço de insumos básicos, a exemplo, da energia elétrica e derivados de petróleo, e crédito a juros subsidiados. Por outro lado, os gastos públicos do governo com investimento foram reduzidos. O segundo tópico está focado na crise fiscal e retração do investimento decorrente da política de incentivos fiscais e baixo crescimento do produto.

No terceiro tópico, tratou-se da crise econômica em consequência da manutenção do receituário ortodoxo e seus resultados decorrentes da política fiscal restritiva e da manutenção da política monetária contracionista, na maior parte do período. No quarto tópico, discorre-se sobre o *novo regime fiscal*, com o aprofundamento da austeridade mediante a adoção do teto de gastos que terminou de inviabilizar a participação do setor público na expansão da infraestrutura econômica, definindo conseqüentemente um retrocesso, durante o governo Temer, em relação ao primeiro mandato do governo Dilma.

No quinto tópico, analisa-se o comportamento das despesas entre 2011-2018 que refletiram a política de austeridade e seu aprofundamento. E no último tópico, apresentou-se a trajetória dos principais indicadores sociais no período, analisando-se a tendência de queda, sobretudo a partir de 2016 até o final do governo Temer. Demonstrou-se a queda da participação dos salários no produto, incluindo, parcialmente, o impacto da reforma trabalhista e da Lei que regulamentou as terceirizações.

O percurso da pesquisa e da análise desses indicadores foi referenciado em autores que abordam a trajetória da economia brasileira, na segunda década do presente século, preponderantemente a partir das vertentes que elaboram a crítica à política econômica ortodoxa.

A conjuntura econômica e política do período 2011-2018 permitiu apreender uma dinâmica de elementos que se tornaram permanentes no contexto do desenvolvimento desigual e combinado do capitalismo num país periférico, como é o caso do Brasil, produzindo contradições cada vez mais profundas e complexas. Diante desse quadro, questiona-se a possibilidade de vislumbrar mudanças estruturais da realidade econômico-social do País, considerando o sistema capitalista em nível mundial sob o controle do imperialismo por meio de seus mais diversos *think tanks*.

## 6.2 Contradições da política econômica do Governo Dilma

A continuidade dos governos do *campo democrático popular*, com o primeiro mandato da Presidente Dilma Rousseff, iniciado em 2011, gerou expectativas de aprofundamento da proposta *neodesenvolvimentista*<sup>128</sup> posta em marcha de forma mais nítida, a partir do segundo mandato do Presidente Lula. No entanto, o que se constatou a partir de 2011, mesmo que não se possa afirmar que tenha sido claramente intencional, foi o processo de substituição dos investimentos públicos pelas desonerações e subsídios, com elevado custo fiscal, que se mostraram pouco efetivos na dinamização do crescimento do produto.

Na perspectiva das forças políticas que davam sustentação ao governo que assumira em janeiro de 2011, a maior intervenção do Estado na economia passava pela ampliação do gasto com investimento público, uma vez que tanto a dívida líquida quanto a taxa de juros apresentavam trajetórias declinantes, em comparação ao quadro encontrado no início da década de 2000. Além do mais, a crise financeira internacional, aparentemente, parecia ter sido ultrapassada sem maiores sobressaltos, em função da expansão do volume de reservas iniciado ainda nos primeiros anos da década de 2000.

A possível melhoria da situação fiscal, aliada ao declínio da taxa básica de juros experimentada a partir de março de 2012 (Tabela 42), que poderia abrir espaço para o aprofundamento da política *neodesenvolvimentista*, não se traduziu em elevação dos investimentos públicos. A década iniciada em 2011, foi marcada pelo quadro de deterioração da situação fiscal, potencializado pela política de ampliação dos subsídios e das desonerações, com seus efeitos deletérios sobre os demais itens de despesas, notadamente aquelas relacionadas ao financiamento das políticas da área social e principalmente sobre o

---

<sup>128</sup> Carvalho (2018, p. 85), ao analisar a política econômica do primeiro mandato da presidente Dilma afirma: “Afim, dificilmente se atribui a alcunha de ‘desenvolvimentista’ a um modelo em que os investimentos públicos em infraestrutura não são protagonistas”.

investimento em infraestrutura. No caso desse último, por não apresentar vinculação orçamentária, como na situação das primeiras, seguiu sendo a variável de ajuste, uma vez que a política de produção de superávit primário exigida pelo RMI continuou praticamente intacta.

**Tabela 42 – Evolução da meta da taxa Selic: 2011-2018**

Ano	Prazo de vigência		Meta Selic	IPCA	Ano	Prazo de vigência		Meta Selic	IPCA
2011	01/jan.	19/jan.	10,75	6,50	2015	01/jan.	21/jan.	11,75	10,67
	20/jan.	02/mar.	11,25			22/jan.	04/mar.	12,25	
	03/mar.	24/abr.	11,75			05/mar.	29/abr.	12,75	
	25/abr.	08/jun.	12,00			30/abr.	29/jul.	13,75	
	09/jun.	20/jul.	12,25		2016	30/jul.	31/dez.	14,25	6,29
	21/jul.	31/ago.	12,50			01/jan.	19/out	14,25	
	01/set.	19/out.	12,00			20/out.	30/nov.	14,00	
	20/out.	30/nov.	11,50			01/dez.	31/dez.	13,75	
01/dez.	31/dez.	11,00	5,84	2017	01/jan.	11/jan.	13,75	2,95	
2012	01/jan.	18/jan.			11,00	12/jan.	22/fev.		13,00
	19/jan.	07/mar.			10,50	23/fev.	12/abr.		12,25
	08/mar.	18/abr.			9,75	13/abr.	31/maio		11,25
	19/abr.	30.maio			9,00	01/jun.	26/jul.		10,25
	31/maio	11/jul.			8,50	27/jul.	07/set.		9,25
	12/jul.	29/ago.			8,00	08/set.	25/out.		8,25
	30/ago.	10/out.			7,50	26/out.	06/dez		7,50
	11/out.	31/dez.	7,25	07/dez.	31/dez.	7,00			
2013	01/jan.	17/abr.	7,25	5,91	2018	01/jan.	07/fev.	7,00	3,75
	18/abr.	29/maio	7,50			08/fev.	21/mar.	6,75	
	30 maio	10/jul.	8,00			22/mar.	31/dez.	6,50	
	11//jul	28/ago.	8,50						
	29/ago.	09/out.	9,00						
	10/out.	27/nov.	9,50						
28/nov.	31/dez.	10,00	6,41	2014	01/jan.	15/jan	10,00		
01/jan.	15/jan	10,00			16/jan.	26/fev.	10,50		
16/jan.	26/fev.	10,50			27/fev.	02/abr.	10,75		
27/fev.	02/abr.	10,75			03/abr.	29/out.	11,00		
03/abr.	29/out.	11,00			30/out.	03/dez.	11,25		
30/out.	03/dez.	11,25			04/dez.	31/dez.	11,75		
04/dez.	31/dez.	11,75							

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

No contexto da falta de competitividade da indústria nacional e dos recorrentes desequilíbrios externos que marcaram a história econômica do Brasil, muitos economistas<sup>129</sup> e dirigentes de entidades representativas do setor industrial propuseram modificações na matriz

<sup>129</sup> Como exemplo dessa proposição tem-se o artigo de Luiz Carlos Bresser-Pereira (2010a) intitulado *Países asiáticos e doença holandesa*.

econômica vigente de estímulo ao mercado interno, por meio de mecanismos já expostos no capítulo anterior. Conforme a proposição desses agentes, o país necessitava de política de expansão da atividade industrial, próxima do modelo seguido pelos países asiáticos, capaz de elevar a capacidade de exportação dos produtos industrializados.

No entanto, diferente daqueles países, cujo investimento foi fortemente concentrado na produção industrial, com a transferência de setores produtivos, sobretudo pelo Japão, o IDE que se expandiu nos anos 1990 nos países latino-americanos (Brasil, México, Argentina e Chile) dirigiu-se, primordialmente, para o setor financeiro e para aquisições patrimoniais em serviços de utilidade pública privatizados. Segundo Medeiros (1997, p. 333):

As importações, por outro lado, permitiram aumentar as margens de lucro do comércio e serviços em relação à atividade industrial. Os investimentos nessas atividades ainda que possuam impactos não desprezíveis sobre o crescimento econômico e o emprego, não geram qualquer impacto direto – a menos da indústria de turismo – sobre as receitas cambiais. O crescimento do investimento nessas atividades em contraste com a baixa formação de capital na indústria, explica em parte o deslocamento entre as séries de investimento (excetuando a construção civil) e as de importação, novamente em forte contraste com a Ásia. A expansão e a internacionalização dos serviços, o retrocesso da substituição de importações na indústria e a especialização do setor exportador em commodities vão definindo uma modalidade de inserção internacional do trabalho bastante diferenciada do que se observou sobre a Ásia.

De acordo com o diagnóstico apresentado pelos defensores do *neodesenvolvimentismo*<sup>130</sup>, duas pré-condições se faziam necessárias: eliminar a excessiva valorização do real, que impedia até mesmo que setores, nos quais o País tinha domínio pleno da tecnologia, pudessem competir no mercado internacional e mesmo internamente em muitas situações. O outro obstáculo enfrentado pela indústria brasileira, que está claramente associado ao primeiro, eram as elevadas taxas de juros reais<sup>131</sup>, conforme pode ser observado nos dados constantes da Tabela 42.

Se a redução da taxa de juros reais e a conseqüente desvalorização da moeda nacional eram pré-condições para a reinserção competitiva da indústria brasileira, como defendiam os *neodesenvolvimentistas*, a reversão do processo de valorização cambial e a substituição das importações pela produção interna encontravam limites impostos pela política de estabilização<sup>132</sup> implementada desde o início do Plano Real, que se ampliaram a partir de 1999, com a substituição da âncora cambial pelo RMI. A taxa de câmbio (com valorização do real)

<sup>130</sup> Entre outros, destacam-se Luiz Carlos Bresser-Pereira, José Luís Oreiro, Antônio Corrêa de Lacerda, Paulo Nogueira Batista Jr, Fernando J. Cardim de Carvalho e Maria de Lourdes Rollemberg Mollo.

<sup>131</sup> Essas e outras recomendações de política econômica objetivando fortalecer a participação da atividade industrial no PIB, podem ser encontradas em artigo de Luiz Carlos Bresser-Pereira (2010a), com o título *Brasil vive desindustrialização*.

<sup>132</sup> Sobre os limites impostos pela política de estabilização, ver Araújo (2005).



utilizada na primeira fase do Plano Real não foi completamente abandonada após a adoção do RMI, mantendo-se o dólar como mecanismo de controle da inflação, diante da evolução dos preços dos serviços *pari passu* ao crescimento dos salários.

A redução da taxa de juros necessária para a queda das despesas financeiras, e capaz de provocar a desvalorização do real, foi acompanhada da defesa feita pelo governo do ajuste fiscal, *potencialmente eficaz* na contenção da demanda interna e consequentemente dos preços. A consecução desse ajuste seguiu o viés ortodoxo, com corte de gastos e investimentos públicos sem a adoção de medidas concretas para elevar a arrecadação tributária. Pelo contrário, o que se assistiu nos anos subsequentes foi o uso de inúmeras medidas que visavam ampliar a desoneração e facilitar a elisão dos tributos na esfera federal.

No início do primeiro mandato da Presidente Dilma (2011-2014), se assistiu mesmo que por breve período, um relaxamento da política monetária e o aprofundamento da política de contenção fiscal, sem que se pudesse afirmar com segurança, que o país teria ingressado numa nova fase de política econômica de caráter *desenvolvimentista*. Sobre esse período, Carvalho (2018, p. 56) afirma:

Nesse contexto, a defesa da redução de juros e da desvalorização do real veio associada à defesa de um ajuste fiscal que ajudasse a controlar a demanda doméstica e os preços. Em outras palavras, a mudança envolveria substituir uma política fiscal expansionista (crescimento de gastos e investimentos públicos) e uma política monetária contracionista (juros altos) por uma política fiscal contracionista (cortes de gastos e investimentos públicos) e uma política monetária frouxa (juros mais baixos), que facilitasse a desvalorização da moeda.

Os defensores dessa proposição de política macroeconômica pressupunham que o restabelecimento de uma taxa de câmbio favorável à competitividade da indústria nacional internamente, e principalmente no mercado externo, teria como efeito a elevação do nível de investimento privado, como propulsor do crescimento do produto, deslocando do consumo e do mercado interno, para o mercado externo e para os investimentos, o que não veio a ocorrer como será demonstrado adiante.

A despeito da redução da taxa de juros, verificada entre o final de 2012 e início do ano seguinte, não se configurou uma situação de constrangimento no plano externo, visto que as reservas cambiais se mantiveram em patamares médios superiores a US\$ 360 bilhões, durante os quatro anos do primeiro mandato da Presidente Dilma, conforme pode ser constatado pelos dados apresentados na Tabela 43. Mesmo no período compreendido entre outubro de 2012 e abril de 2013, quando a meta Selic situou-se em 7,25%, frente a uma inflação de 5,84% e 5,91%, respectivamente, correspondendo ao pagamento de juros reais positivos de 1,41% e 1,34%, no

contexto de elevação da liquidez internacional propiciada pela política de elevação da liquidez<sup>133</sup> praticada pelo Federal Reserve Bank (FED) e pelo Banco Central Europeu (BCE).

**Tabela 43 – Evolução das Reservas Externas - conceito de liquidez internacional: 2011-2018 (US\$ milhões)**

Mês/Ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Janeiro	297.696	355.075	373.417	360.936	361.767	357.507	367.708	375.701
Fevereiro	307.516	356.330	373.742	362.691	362.547	359.368	368.981	377.035
Março	317.146	365.216	376.934	363.914	362.744	357.698	370.111	379.577
Abril	328.062	374.272	378.665	366.717	364.473	362.201	374.945	379.979
Mai	333.017	372.409	374.417	368.752	366.647	363.447	376.491	382.549
Junho	335.775	373.910	369.402	373.516	368.668	364.152	377.175	379.500
Julho	346.144	376.154	371.966	376.792	368.252	369.340	381.029	379.444
Agosto	353.397	377.221	367.002	379.157	368.159	369.541	381.843	381.393
Setembro	349.708	378.726	368.654	375.513	361.370	370.417	381.244	380.738
Outubro	352.928	377.753	364.505	375.833	361.230	367.528	380.351	380.290
Novembro	352.073	378.560	362.410	375.426	357.016	365.556	381.056	379.722
Dezembro	352.012	373.147	358.808	363.551	356.464	365.016	373.972	374.715

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

Ao assumir a Presidência da República em 2011, Dilma Rousseff demonstrou estar convencida da proposição de uma política fiscal ainda mais contracionista aliada a política monetária mais branda, que contava com o apoio não apenas de setores do meio acadêmico, como também de representantes do setor industrial. A própria presidente, com formação em escola econômica de pensamento heterodoxo, se encarregou de levar a cabo tal estratégia, defendida pelos presidentes da FIESP, da Central Única dos Trabalhadores (CUT) e da Força Sindical (FS), em artigo intitulado *Um acordo pela indústria brasileira*, publicado no jornal *Folha de São Paulo* em 26 de maio daquele ano (Skaf; Henrique; Silva, 2011).

Esse artigo anunciava a realização de um seminário reunindo representantes dos trabalhadores e empresários, visando estabelecer um pacto em torno de um projeto industrializante para o Brasil. Iniciava reafirmando a importância das medidas de estímulo ao mercado interno levadas a cabo nos dois mandatos do Presidente Lula, tais como a valorização do salário mínimo, a universalização de programas como Bolsa Família e Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf) nas áreas mais pobres e pela ampliação da

<sup>133</sup> Conforme observado por Carvalho (2018, p. 60): “Entre 2010 e 2013, os países emergentes receberam quase a metade dos fluxos de capitais globais. Antes da crise, entre 2002 e 2008, essa parcela não chegava a 20%. Esse aumento se deveu à expansão monetária nos países mais ricos. Na América Latina, em particular, quase a metade da entrada líquida de capital era de caráter especulativo, de curto prazo, sendo o México e o Brasil os principais destinos”.

disponibilidade de crédito. Além dessas medidas, destacavam o papel da retomada dos investimentos públicos, como decisões acertadas. Porém, apontavam “[...] o precoce encolhimento da participação da indústria no nosso PIB”, o “déficit comercial do setor de manufaturados”, a “crescente reprimarização da pauta de exportação” e a “substituição da produção doméstica por produtos e insumos industriais importados e a expressiva queda do conteúdo nacional na produção”, o que segundo os signatários (FIESP, CUT, Força Sindical) correspondia a um sinal de alerta para a indústria brasileira (Skaf; Henrique; Silva, 2011). Para essas entidades, seria imprescindível e urgente: redução de juros, desoneração da folha de pagamento e outras medidas para compensar a perda de competitividade da indústria face a sobrevalorização do real (Carvalho, 2018).

Apesar de todas essas demandas terem sido atendidas, o maior dinamismo do setor não se materializou, com a produção industrial que havia crescido 2,7% em 2010, apresentando recuo de 0,9% em 2011 e 3,7% em 2012. No mesmo período, o nível de ocupação da capacidade instalada divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) que atingira 85% em 2010, recuou para 80% nos dois anos subsequentes (Carvalho, 2018). Em entrevista concedida ao jornal *Valor Econômico* em 17 de dezembro de 2012, o então Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda atribuiu o baixo crescimento da economia naquele ano a uma fase de transição rumo ao que denominou como uma *Nova Matriz Econômica*<sup>134</sup> (Mantega, 2012).

A respeito do termo cunhado pelo então secretário, Carvalho (2018, p. 58) esclarece:

O termo criado por Holland passou a ser utilizado por economistas liberais para denominar o modelo de política econômica do primeiro governo Dilma, que muitas vezes é associado erroneamente aos ideais de esquerda. Como essas políticas foram referendadas por associações patronais que, posteriormente, abandonaram o barco e apoiaram o impeachment da presidente, optamos aqui por chamar o modelo econômico adotado em 2011 e aprofundado nos três anos seguintes de Agenda Fiesp.

A chamada *Agenda Fiesp* envolveu a redução de juros, a desvalorização cambial, a contenção de gastos e investimentos públicos e uma política de desoneração tributária em processo contínuo de ampliação associada com a expansão do crédito do BNDES e o represamento das tarifas de energia. A implementação desse conjunto de medidas produziu resultados deletérios. Notadamente a desaceleração da economia em função da contenção dos gastos e investimentos públicos, aliada à deterioração da situação fiscal decorrente da política de desoneração, acabaram por gerar as condições que levariam à segunda mudança de modelo,

---

<sup>134</sup> De acordo com o *policy maker*, essa matriz combinava juro baixo, taxa de câmbio competitiva e uma consolidação fiscal *amigável ao investimento*, que em adição à *intensa desoneração dos investimentos e da produção* seria capaz de assegurar a retomada do crescimento econômico.

a partir de 2015, com um ajuste claramente ortodoxo e o abandono do pouco que ainda havia sobrado dos pilares do crescimento<sup>135</sup> verificado nos mandatos do Presidente Lula.

Ao confrontar o quadriênio 2007-2010, com o primeiro mandato da Presidente Dilma, Friedrich (2016, p. 8), afirma:

Enquanto no quadriênio 2007-2010 o espaço fiscal foi canalizado prioritariamente para investimentos públicos, no quadriênio 2011-2014 a taxa de investimento parou de crescer e, em compensação, o governo elevou significativamente os subsídios e desonerações ao setor privado. O governo fez uma aposta no setor privado e acreditou que promoveria o crescimento econômico via realinhamento de preços macroeconômicos e incentivos aos investimentos privados – a chamada agenda FIESP. Ironicamente, a FIESP passou de beneficiada das políticas de um governo para alçoz do mesmo.

A nova orientação de política econômica, combinando desoneração tributária com redução do investimento público, passou a exigir um esforço ainda maior para a produção do superávit primário capaz de contribuir não apenas para a manutenção da relação entre dívida pública e o produto, como também para assegurar que a política econômica que vigorava a partir de 2011 não se afastara do que preconizava o RMI. Para tanto, a *consolidação fiscal* seria imprescindível, com o investimento público se reduzindo tanto em função da nova orientação de política econômica, quanto para supostamente conter a absorção de recursos pelo setor público e liberar os recursos julgados necessários para o investimento privado. Mesmo com a desoneração tributária aliada à queda de arrecadação em função do menor crescimento do produto, a produção de superávit primário foi mantida até o ano de 2014, conforme dados constantes da Tabela 44.

A reduzida dose de keynesianismo dos governos do *campo democrático popular*, principalmente do governo Dilma, se caracterizou pela renúncia fiscal, seguindo a orientação dos *neodesenvolvimentistas*. No entanto, tal orientação de política fiscal, retrocede ao debate entre os autores da síntese neoclássica de Keynes, travado na década de 1960, pelos assessores do governo democrata dos Estados Unidos (*Council of Economics Advisers*), que se dividiram em dois grupos. Os progressistas defendiam políticas fiscais através de gastos do governo que garantissem bens públicos às classes de baixa renda, enquanto os conservadores apresentavam a redução de impostos como meio de fomentar a demanda agregada. Esses últimos argumentavam que a redução da carga tributária fortalecia a livre iniciativa, tornando-a mais

---

<sup>135</sup> Sobre esse período de crescimento vivenciado nos mandatos do Presidente Lula, Carvalho (2018, p. 13) afirma: “As altas taxas de crescimento da economia chinesa e sua demanda pelas chamadas commodities (como petróleo, minérios e produtos agrícolas) tiveram impacto positivo e beneficiaram o conjunto das economias latino-americanas no alvorecer do século XXI. Essa sorte explica boa parte do que o economista Edmar Bacha denominou Milagrinho Brasileiro: nossa economia saltou de uma taxa anual de crescimento média de 2,1% nos anos 1980 e 1990 para 3,7% na década de 2000”.

ousada, porque os fundos internos para a realização de novos investimentos seriam mais facilmente retidos. Além disso, essa medida estimulava o consumo. Por outro lado, os progressistas argumentavam que a poupança acumulada poderia não se transformar em gastos. Alternativamente, uma política de gastos atingiria diretamente e imediatamente o produto e o emprego, além do que promoveria uma distribuição indireta de renda se os impostos fossem pagos e os recursos destinados à construção de escolas e hospitais (Carvalho *et al.*, 2015).

A partir dessas vertentes remotas no campo do keynesianismo, depreende-se que o governo Dilma sofreu uma forte influência da perspectiva conservadora do keynesianismo, sem se libertar da crença de que a poupança precede o investimento (fundos emprestáveis), muito cara aos autores clássicos e neoclássicos, incorporado também pelos novos-clássicos.

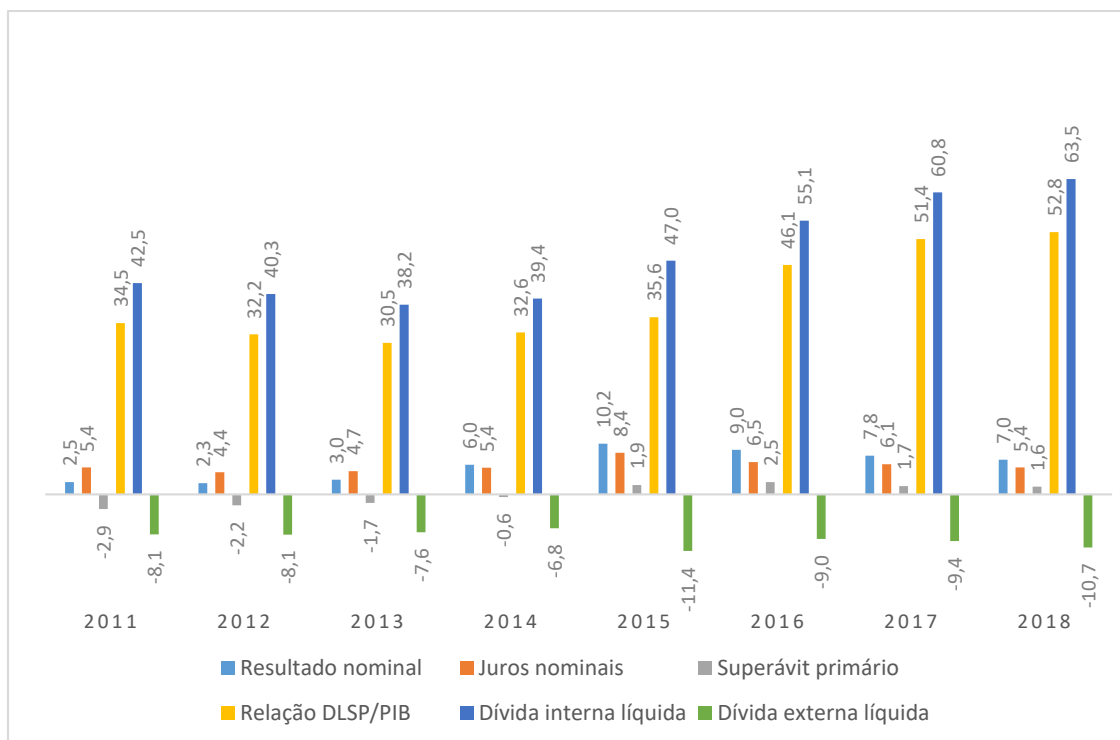
**Tabela 44 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2011 - 2018 (em % do PIB)**

Ano	Resultado nominal	Juros nominais	Superávit primário	Relação DLSP/PIB	Dívida interna líquida	Dívida externa líquida
2011	2,5	5,4	-2,9	34,5	42,5	-8,1
2012	2,3	4,4	-2,2	32,2	40,3	-8,1
2013	3,0	4,7	-1,7	30,5	38,2	-7,6
2014	6,0	5,4	-0,6	32,6	39,4	-6,8
2015	10,2	8,4	1,9	35,6	47,0	-11,4
2016	9,0	6,5	2,5	46,1	55,1	-9,0
2017	7,8	6,1	1,7	51,4	60,8	-9,4
2018	7,0	5,4	1,6	52,8	63,5	-10,7

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

**Nota:** (-) superávit (+) déficit.

Cabe ressaltar que a produção de superávit primário ocorreu em todos os meses dos anos de 2011 a 2013. Em 2014, o resultado foi superavitário até o mês de agosto quando atingiu 0,27% do PIB. Nos últimos quatro meses, quando a política de desonerações fiscais já apresentava plenamente os seus efeitos, numa conjuntura de baixo crescimento econômico, o déficit primário foi respectivamente de 0,36%, 0,24%, 0,37% e 0,56% do PIB, tomando-se o fluxo acumulado no ano. De fato, a política de crescentes desonerações e o baixo crescimento decorrente da redução dos gastos e investimentos públicos fizeram com que o resultado primário acumulado anualmente apresentasse trajetória de descenso, conforme os dados da tabela acima e do gráfico abaixo.

**Gráfico 29 – Resultado das contas do setor público consolidado: 2011 -2018 (em % do PIB)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

**Nota:** (-) superávit (+) déficit.

Embora nas avaliações do Copom, o ajuste fiscal implementado desde o início de 2011 fosse considerado promissor, as taxas de juros continuaram em trajetória ascendente, somente sendo interrompidas a partir de agosto daquele ano, após o governo anunciar um contingenciamento extra de R\$ 10 bilhões, o que fez com que a projeção de superávit primário passasse de 2,9% para 3,15% do PIB no ano, como apontado por Carvalho (2018). Sobre a importância do processo de *consolidação fiscal*, a Ata da 161ª reunião do Comitê de Política Monetária realizada, nos dias 30 e 31 de agosto de 2011, é bastante clara:

O Copom reafirma que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. A propósito, cabe enfatizar que, desde o início deste ano, importantes decisões foram tomadas e executadas, e reforçam a visão de que está em curso um processo de consolidação fiscal. A esse respeito, na avaliação do Comitê, a recente revisão do cenário para a política fiscal torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

O que de fato se observou, foi que a AM condicionou o início da redução da taxa de juros ao comprometimento com a realização de um ajuste fiscal mais vigoroso, em percentuais do produto, numa conjuntura em que este apresentara crescimento expressivo, quando comparado ao final da década de 1990 e o início dos anos 2000. Isso permite afirmar que a

exigência de ampliação do superávit primário representava a geração de um volume muito maior de recursos destinados ao pagamento de juros do que fora praticado a partir dos últimos anos do século passado e dos primeiros deste século. Esse *trade-off* entre taxa de juros e ajuste fiscal foi descrito por Carvalho (2018, p. 59-60) como segue:

O atrelamento da redução da taxa de juros ao ajuste fiscal anunciado pelo governo foi interpretado à época como um sinal de subserviência do Banco Central. De modo coordenado ou não, o fato é que houve uma substituição da política monetária contracionista pela política fiscal contracionista. Entre agosto de 2011 e outubro de 2012, a taxa básica de juros definida pelo Banco Central, a Selic, foi reduzida em termos nominais de 12,5 para 7,25% ao ano. Foram dez reuniões consecutivas em que a taxa sofreu redução de no mínimo 0,5 ponto percentual.

No mesmo período, a cotação do dólar que iniciou o ano de 2011 em R\$ 1,67, teve seu valor nominal reduzido para R\$ 1,59 em agosto, começou a elevar-se em setembro, ultrapassando o valor de dois reais a partir de maio de 2012 até os primeiros dois meses de 2015, como pode ser observado na Tabela 45. Essa desvalorização do real não pode ser creditada apenas à redução da taxa de juros verificada no período. Entre 2010 e 2013, os países emergentes foram destinatários de quase metade dos fluxos de capitais em nível mundial, comparativamente a situação anterior à crise, quando esses fluxos não atingiam 20%. Do fluxo dirigido à América Latina, aproximadamente 50% era de caráter especulativo, de curto prazo, tendo o México e o Brasil como os principais destinos.

**Tabela 45 – Evolução da taxa de câmbio em fim de período (venda): 2011-2018**

Mês/Ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Janeiro	1,67	1,74	1,99	2,43	2,66	4,04	3,13	3,16
Fevereiro	1,66	1,71	1,98	2,33	2,88	3,98	3,10	3,24
Março	1,63	1,82	2,01	2,26	3,21	3,56	3,17	3,32
Abril	1,57	1,89	2,00	2,24	2,99	3,45	3,20	3,48
Maió	1,58	2,02	2,13	2,24	3,18	3,60	3,24	3,74
Junho	1,56	2,02	2,22	2,20	3,10	3,21	3,31	3,86
Julho	1,56	2,05	2,29	2,27	3,39	3,24	3,13	3,75
Agosto	1,59	2,04	2,37	2,24	3,65	3,24	3,15	4,14
Setembro	1,85	2,03	2,23	2,45	3,97	3,25	3,17	4,00
Outubro	1,69	2,03	2,20	2,44	3,86	3,18	3,28	3,72
Novembro	1,81	2,11	2,32	2,56	3,85	3,40	3,26	3,86
Dezembro	1,88	2,04	2,34	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

No quadriênio encerrado em 2014, o ingresso médio de investimento direto externo foi superior a US\$ 75,8 bilhões, enquanto o investimento em carteira apresentou média de US\$ 32,6 bilhões no mesmo período. Ressalte-se que em 2012, ano em que vigoraram as menores taxas de juros, o investimento em carteira apresentou queda de 61,63% em relação ao ano anterior. Não foi apenas a redução da taxa de juros que afetou a entrada de recursos externos

no país. Em fevereiro de 2012, com o dólar cotado a R\$ 1,71, o governo aumentou as restrições para entrada de recursos externos. O prazo de isenção de cobrança de 6% do IOF de empréstimos externos foi aumentado de 720 dias para 3 anos, pelo Decreto n° 7.683<sup>136</sup> de 29 de fevereiro de 2012, e elevado no início do mês seguinte, para 5 anos, pelo Decreto n° 7.698, de 9 de março de 2012.

Além dessa medida visando fazer frente à sobrevalorização do real, já havia sido instituída pela Medida Provisória n° 539, de 26 de junho de 2011, a alíquota de 1% do IOF sobre as posições vendidas dos chamados derivativos de câmbio com valores acima de US\$ 10 milhões, visando conter a especulação cambial que vinha ocorrendo em consequência da apreciação da moeda nacional (Tabela 46 e Gráfico 30).

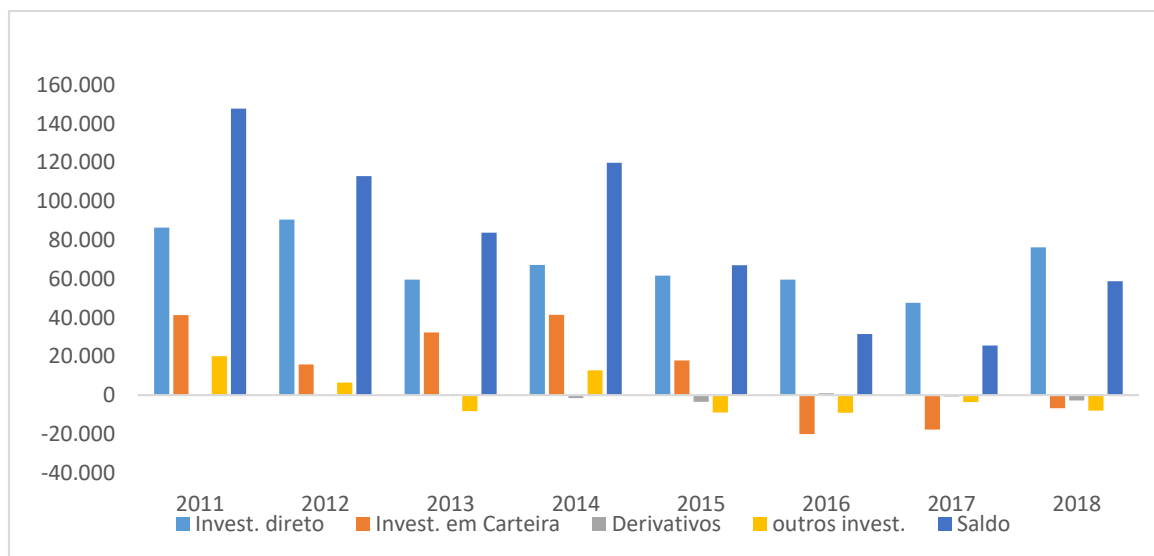
**Tabela 46 – Fluxos líquidos de capitais: 2011-2018 (US\$ milhões)**

Ano	Invest. direto	Invest. em Carteira	Derivativos	Outros invest.	Saldo
2011	86.360	41.248	3	20.015	147.626
2012	90.485	15.826	25	6.494	112.829
2013	59.568	32.282	110	-8.284	83.675
2014	67.107	41.416	-1.568	12.810	119.765
2015	61.604	17.839	-3.450	-8.995	66.998
2016	59.601	-20.033	969	-9.108	31.429
2017	47.545	-17.724	-705	-3.617	25.499
2018	76.138	-6.735	-2.754	-7.939	58.711

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

<sup>136</sup> O Decreto n° 7.683, de 29 de fevereiro de 2012, alterou o Decreto n° 6.306, de 14 de dezembro de 2007, que regulamenta o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários – IOF.



**Gráfico 30 – Fluxos de capitais: 2011 - 2018 (US\$ milhões)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

Mesmo com a elevação da liquidez em nível internacional em função da política de expansão monetária levada a cabo pelo FED, pode-se afirmar que os condutores da política econômica lograram relativo êxito, na contenção da sobrevalorização e da volatilidade da moeda nacional, conforme salientado por Carvalho (2018, p. 61):

As medidas montaram uma institucionalidade capaz de evitar a apreciação e reduzir a volatilidade da moeda brasileira, que era das mais elevadas do mundo. Essa capacidade de administração da taxa de câmbio pôde ser observada já no segundo semestre de 2012, quando o dólar se manteve entre 2 e 2,05 reais por cerca de quatro meses, na menor volatilidade observada desde o abandono do regime de bandas cambiais em 1999.

As medidas tomadas pelos condutores da política macroeconômica, utilizando-se da tributação e dos prazos para conter os influxos de capital externo<sup>137</sup>, alcançaram parcialmente seus objetivos<sup>138</sup>, conforme afirma Oliveira (2019, p. 50-51):

Tais medidas viram-se enfraquecidas, contudo, porque o Banco Central dos Estados Unidos, o FED, além de anunciar que manteria a taxa de juros no patamar de 0-0,25% até 2015, decidiu, em setembro, diante de uma recuperação ainda morna da economia, com taxa de desemprego de 8,1%, lançar um novo pacote de relaxamento monetário (o Quantitative Easing 3 - QE3), com o qual se propunha a injetar mensalmente no

<sup>137</sup> Para uma análise do *quantitative easing* sobre o mercado financeiro no Brasil, ver Almeida; Giovanini; Saath (2020).

<sup>138</sup> Cabe observar que as medidas adotadas pelos condutores da política enfrentavam uma conjuntura internacional desfavorável à manutenção de uma taxa de câmbio competitiva, capaz de auxiliar decisivamente na melhoria da competitividade e na reversão do processo de desindustrialização em curso, como lembra Oliveira (2019, p. 51): “Este foi o terceiro programa de relaxamento monetário lançado pelo governo dos Estados Unidos depois da crise do *subprime*. Em novembro de 2008, visando aumentar a liquidez da economia, o FED lançou o QE1, com compras de títulos que chegaram a US\$ 1,7 trilhão até o seu encerramento em março de 2010. Novo pacote foi lançado em novembro de 2010, tendo vigorado até julho de 2011, com compras totais de US\$ 600 bilhões, o QE3, de setembro de 2012, sem data para terminar, com compras iniciais mensais de US\$ 40 bilhões de títulos de hipotecas (posteriormente ampliada para US\$ 85 bilhões) foi justificado pelo fraco desempenho da economia e ainda elevada taxa de desemprego no país, então em 8,1%”.

mercado US\$ 40 bilhões (meta depois elevada US\$ 85 bilhões), por prazo indeterminado, comprando títulos lastreados em hipotecas para reativar a atividade econômica. O aumento de liquidez que tal medida representaria para o mercado mundial ia, claramente, de encontro ao objetivo, no Brasil, de conter a apreciação do Real. Por isso, o Banco Central passou a intervir mais ativamente no mercado, procurando sustentar a trajetória de desvalorização da moeda nacional, essencial para a questão da competitividade e do crescimento, embora o monitoramento para não jogar mais lenha na fogueira da inflação. Como resultado, os fluxos de capitais refluíram e, depois de chegarem a mais de US\$ 25 bilhões até abril, encerraram o ano com pouco mais de US\$ 16 bilhões, com o dólar terminando cotado a R\$ 2,04, depois de bater em R\$ 2,10 em novembro.

Apesar das medidas adotadas pelos condutores da política econômica, a tendência à apreciação cambial se manteve, mesmo com a crescente deterioração do balanço de transações correntes, como poderá ser observado nos dados constantes da Tabela 47. Entre 2011 e 2014, o saldo negativo aumentou 32,20%, quando a participação do resultado no produto cresceu de 3,20% para 4,50%, enquanto as exportações de bens passaram de US\$ 252,997 bilhões para US\$ 221,558 bilhões, o que representou um decréscimo de 12,42%. No mesmo período, as importações passaram de US\$ 227,874 bilhões para US\$ 230,706 bilhões, após terem recuado 1,23% no segundo ano, se expandiram 5,82% no terceiro ano, quando atingiram US\$ 241,138 bilhões. No quadriênio encerrado em 2014, o saldo comercial passou do superávit de US\$ 25,123 bilhões para o déficit de US\$ 9,148 bilhões, o que representou uma queda de 136,41%.

**Tabela 47 – Exportações, importações, saldo comercial e saldo em transações correntes:**  
2011-2018 (em US\$ milhões)

Ano	Exportações (1)	Importações (2)	Saldo comercial (1-2)	Saldo transações correntes	Saldo T.C. em % do PIB
2011	252.997	227.874	25.123	-83.576	-3,20
2012	239.227	225.070	14.157	-92.678	-3,76
2013	238.748	241.138	-2.390	-88.384	-3,58
2014	221.558	230.706	-9.148	-110.493	-4,50
2015	187.488	172.466	15.022	-63.409	-3,53
2016	181.263	139.720	41.543	-30.529	-1,70
2017	215.098	160.672	54.426	-25.337	-1,23
2018	236.620	196.142	40.479	-54.794	-2,86

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do BCB (2020).

Da observação do desempenho da balança comercial no período 2011-2014 (Tabela 47), pode-se afirmar que, a despeito das medidas de política macroeconômica adotadas, visando tornar o país mais competitivo, verifica-se que a desvalorização da moeda brasileira não foi grande e durável o suficiente para permitir melhoria significativa tanto no desempenho

exportador<sup>139</sup>, quanto na resposta da produção interna, capaz de substituir a importação<sup>140</sup> de produtos industrializados demandados internamente. Para Carvalho (2018), a magnitude e duração da desvalorização do real foram insuficientes para garantir a melhor performance do setor exportador e o crescimento industrial, pois as exportações constituídas predominantemente por *commodities* (agrícolas e minerais) apresentam baixa sensibilidade em relação à taxa de câmbio, com uma demanda externa que tem baixa elasticidade a preços, os quais são determinados nos mercados internacionais.

Porém, a autora ressalta que o papel a ser desempenhado pelo câmbio competitivo para o setor industrial, pode, por outro lado, produzir impactos negativos em relação ao salário real dos trabalhadores, ensejando a retomada mais vigorosa do conflito distributivo, na busca de recomposição dos salários e margens de lucro, como propulsora do processo inflacionário.

Para desenvolver setores novos com bom desempenho exportador, a desvalorização do real teria de ser muito maior e duradoura. E mesmo assim, a magnitude da desvalorização necessária para que o país conseguisse competir com países asiáticos na exportação de manufaturados, por exemplo, talvez exigisse uma redução de salários incompatível com o regime democrático. Como vimos, desvalorizações da taxa de câmbio produzem queda dos salários reais, ou seja, reduzem o poder de compra dos trabalhadores no curto prazo. Se o dólar fica muito alto, as empresas que enfrentam competidores estrangeiros no mercado interno (pela presença de importados) ou no mercado internacional podem reajustar seus preços e ampliar suas margens de lucro. Essa mudança reduz, portanto, o salário real dos trabalhadores, que passam a pagar mais caro pelos mesmos produtos. (Carvalho, 2018, p. 62).

Por outro lado, os *neodesenvolvimentistas* ao defenderem a pertinência da manutenção de uma taxa de câmbio capaz de assegurar maior competitividade para a indústria, argumentam que no longo prazo, a produtividade do trabalho tenderia a crescer mais rápido, impulsionado pelo mercado interno e pelo desenvolvimento de setores com maior grau de agregação de valor, o que tenderia a elevar os salários, tanto pela expansão da atividade industrial em si, quanto pelo desenvolvimento da produção de bens mais sofisticados, o que requer força de trabalho mais qualificada<sup>141</sup>.

Em contraposição ao uso da taxa de câmbio apreciada, enquanto mecanismo de controle da inflação subjacente ao que preconiza o RMI, com seus já conhecidos impactos sobre o crescimento do produto (principalmente o PIB industrial) e exportações, Bresser-Pereira (2008, p. 56), afirma:

---

<sup>139</sup> No que se refere as exportações Padrón *et al.* (2015) alerta para a baixa elasticidade das exportações do Brasil à taxa de câmbio.

<sup>140</sup> Para Dos Santos *et al.* (2015) as importações também apresentam pouca sensibilidade à variações na taxa de câmbio. Segundo o autor isso se deve a estrutura produtiva do país que tem se revelado incapaz de ofertar substitutos nacionais para a maior parte dos produtos consumidos.

<sup>141</sup> Sobre esse tema ver *Desenvolvimento, sofisticação produtiva, valor-trabalho e salários* em Bresser-Pereira (2019).

O Brasil não cresce porque perdeu o conceito de nação, passou a adotar as políticas recomendadas por seus concorrentes internacionais – a ortodoxia convencional – e mantém sua economia só aparentemente estável do ponto de vista macroeconômico; na verdade presa em uma armadilha de altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio que mantém as taxas de poupança e de investimentos deprimidas – uma armadilha que a política econômica reforça em vez de identificar e superar. Por que acontece esses erros? Há naturalmente, um problema de incompetência, há dificuldade de se fazer um verdadeiro ajuste fiscal e há os interesses internos na manutenção da alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio. Mas a razão principal está em que, desde 1995, depois de 15 anos de crise e de falta de uma estratégia nacional de desenvolvimento, a política macroeconômica do país se subordinou integralmente aos ditames da ortodoxia convencional originária de Washington: a “estratégia” econômica do país passou a ser ditada do exterior. Nunca os formuladores brasileiros de política econômica foram tão elogiados por Washington e Nova York quanto nos últimos 12 anos.

De acordo com Bresser-Pereira (2008), a lógica que subjaz ao pensamento convencional, não é a retomada do desenvolvimento, tão pouco a estabilidade macroeconômica, mas sim atender aos interesses comerciais e financeiros dos países ricos, e portanto, neutralizar a capacidade dos países de renda média, de se tornarem potenciais competidores, como é o caso do Brasil.

Ao analisar os efeitos do câmbio sobre a estrutura produtiva e a distribuição de renda, Rossi (2016, p. 22) observa que:

O efeito da taxa de câmbio sobre a estrutura produtiva depende da temporalidade da análise. No curto prazo, os efeitos são ambíguos uma vez que há uma enorme rigidez na estrutura produtiva. A oferta não responde automaticamente aos estímulos de preços e a substituição de produtos importados depende da flexibilidade de contratos e das redes de fornecedores. Nem sempre a empresa brasileira pode substituir o insumo importado por um produto doméstico, seja por obrigações contratuais, seja porque o fornecedor doméstico simplesmente não existe. Ou seja, a desvalorização cambial se apresenta no curto prazo, como um elemento de custo para as empresas. No caso brasileiro, o impacto de curto prazo do câmbio sobre a estrutura produtiva parece ser negativo para vários setores que, com alta penetração de insumos importados, repassam ao consumidor o custo da desvalorização o que pode neutralizar os ganhos de competitividade.

Rossi (2016) ainda afirma que o problema contratual se resolve no longo prazo, mas que o surgimento de novas redes de fornecedores domésticos depende de fatores que nem sempre estão disponíveis, como novas empresas, *expertise*, tecnologia, além do que a recomposição das cadeias produtivas não é decorrência automática da desvalorização cambial. De fato, evidencia-se a indispensável articulação de políticas cambial, de crédito, fiscal e industrial, que viabilizem uma expansão e diversificação da estrutura produtiva.

Para Rossi (2016), a desvalorização cambial não traz necessariamente redução de salários, aumento das taxas de lucro e em consequência o investimento no setor industrial. Tal assertiva constitui-se numa possibilidade teórica, mas que não é necessariamente verdadeira, visto que, houve no Brasil um prolongado período de câmbio apreciado, concomitante à

elevação de preços de serviços acima da inflação de bens *tradables*, gerando um ajuste de preços relativos favorável aos serviços.

No caso do Brasil, a desvalorização do real em 2011 e 2012, além de ter sido menor do que o necessário, não durou tempo suficiente para que pudesse ter efeitos sobre as exportações e produtividade do trabalho, capaz de induzir o desenvolvimento de setores com maior sofisticação. Somado a isso, o período coincidiu com a fase de maior agudização da crise nos países componentes da periferia da Europa. Sendo assim, ter se voltado para o mercado externo naquele contexto não se revelou a melhor opção.

As exportações haviam crescido 11,7% em termos reais em 2010, mas reduziram o ritmo de crescimento, atingindo apenas 4,8% em 2011 e 0,3% em 2012. Por outro lado, no mercado interno, a elevação do dólar associada à inflação de serviços fez com que o IPCA de 2011 fechasse o ano em 6,5%, contribuindo para desacelerar o crescimento dos salários. Em parte devido a essa alta de preços, o consumo das famílias que havia crescido 6,2% em 2010, recuou para 4,8% em 2011 e 3,5% em 2012 (Carvalho, 2018).

No início do ano de 2013, diante da expectativa de elevação dos índices de inflação, o Banco Central deu início a sequência de aumentos da taxa de juros. Além disso, com a perspectiva de retomada da economia norte-americana, o FED anunciou que seu programa de expansão monetária seria eliminado gradualmente, a partir do mês de junho daquele ano. Esse anúncio do banco central americano ocorreu após as três fases do chamado *Quantitative Easing*, que já perdurava por cinco anos, produzindo grande impacto nos países emergentes, nos quais, o influxo de capital especulativo se fazia presente desde a fase inicial do QE.

A eliminação gradativa da expansão monetária iniciada a partir de junho daquele ano, denominada *Taper Talks*, alterou as expectativas dos investidores, que passaram a prever a possibilidade de elevação da taxa de juros nos Estados Unidos, levando a grande volatilidade dos fluxos de capitais que se destinavam às economias dos países tidos como emergentes. A fuga de capitais desses países, mais uma vez, revelou a instabilidade que os capitais voláteis são capazes de gerar, como a desvalorização abrupta das suas moedas, queda no preço das ações e elevação da taxa de juros cobrados sobre a dívida pública interna. A reversão do fluxo de capitais atingiu fortemente o Brasil, levando à desvalorização do Real, o que forçou o Ministério da Fazenda a reagir, ainda no mês de junho, ao eliminar a cobrança de 1% de IOF sobre derivativos e câmbio, criada em 2011.

A dependência da taxa de câmbio apreciada, para manter a relativa estabilidade monetária, permaneceu mesmo após a substituição da âncora cambial pelo RMI, evidenciando

mais uma vez em 2013, a fragilidade da moeda não conversível (caso do Real), cuja manutenção está fortemente subordinada às condições da oferta de liquidez no mercado financeiro internacional. Essa condição reduziu o raio de manobra das Autoridades Monetárias, obrigando-as à mudança de direção da política de juros, com efeitos não desprezíveis sobre o financiamento e a evolução do estoque da dívida pública, como ocorreu com o Brasil em 2013, conforme aponta Carvalho (2018, p. 63-64):

Apesar das tentativas de Guido Mantega de negar a necessidade de elevar os juros, o BC iniciou a trajetória de elevação da Selic em abril de 2013, logo antes da fase do *Taper Talks*. Diante da aceleração da inflação e da reversão dos fluxos de capital, que desvalorizavam o real relativamente ao dólar, a taxa Selic foi elevada de 7,25% ao ano em março de 2013 para 11,75% em dezembro de 2014, em termos nominais. A taxa real de juros *ex post*, que desconta da Selic anunciada pelo Banco Central a inflação acumulada em doze meses, subiu de 0,7% em março de 2013 para 5,3% em dezembro de 2014.

A análise econômica desenvolvida por Carvalho (2018) elenca três razões principais para o insucesso da redução permanente da taxa de juros: a primeira aponta a redução da taxa Selic iniciada em 2011, como tendo sido aparentemente demasiado rápida e abrupta, levando à elevação do dólar e a alta da inflação em 2013, o que a tornou insustentável.

Outra questão, se refere ao fato de o país não estar suficientemente preparado para enfrentar a volatilidade dos fluxos especulativos de capitais, como se tornou evidenciado no episódio do *Taper Talks*, que facilitou o questionamento da estabilidade da moeda nacional e contribuiu para elevar as taxas de juros. Para essa situação particular, Carvalho (2018) sugere que a introdução do IOF não deveria ser apenas sobre as posições vendidas no mercado de derivativos e câmbio (aposta na queda do dólar em relação ao real), mas também sobre posições compradas (aposta na queda do real em relação ao dólar), visto que permitiria mitigar a reversão brusca dos fluxos especulativos.

A terceira razão está relacionada ao controle da inflação no contexto de crescimento dos salários nos dois mandatos do Presidente Lula, com a forte entrada de capitais e a sobrevalorização da moeda brasileira. A desvalorização do Real realizada com a implementação da agenda FIESP, fez com que o governo deixasse de contar com esse mecanismo de combate à inflação, e passasse a pôr em marcha um ajuste fiscal que ajudou a reduzir a atividade econômica. Com essa medida, o governo tentou conter a inflação de serviços, decorrente do dinamismo do mercado de trabalho e a consequente elevação dos salários, para contrabalançar o maior crescimento dos preços dos produtos manufaturados.

A redução da taxa de juros tentada a partir do final de 2011, se inseria na estratégia *neodesenvolvimentista* de impulsionar a indústria brasileira<sup>142</sup>, conforme apontam Mello; Rossi (2018, p. 266):

Ao longo do período industrialista, a taxa de juros passou a ser utilizada com outros objetivos além da mera contenção da inflação, típica do regime de metas de inflação brasileiro. Apesar de o primeiro governo Dilma ter se iniciado com um aumento da taxa de juros, reforçando a ideia de apego ao chamado “tripé macroeconômico”, já no final de 2011 essa estratégia se inverte, com o Banco Central promovendo uma rápida queda da taxa Selic diante do já citado cenário de “guerra cambial” e “avalanche de liquidez”, com juros internacionais em níveis historicamente baixos. Mais do que uma mera reação a mudanças no cenário internacional, a redução das taxas básicas de juros parece ter feito parte de uma estratégia mais ampla, buscando reduzir os custos de crédito e os custos de oportunidade para o investimento produtivo. Desse ponto de vista, o aumento do superávit primário em 2011 pode ser entendido como uma “preparação” para a estratégia industrialista, como parte de uma “troca” de certa contenção fiscal para posterior expansão monetária.

A redução da taxa de juros iniciada em setembro de 2011, alcançando o patamar de 7,25% em outubro do ano seguinte, não fez com que a inflação ficasse fora de controle, para tanto, contribuíram as desonerações fiscais e a contenção dos preços administrados. No entanto, a redução dos juros nominais aliada à discreta elevação dos índices de inflação entre 2012 e 2013 permitiram que as taxas médias de juros reais ficassem próximas de 2% em 2013.

As medidas destinadas a favorecer a indústria não ficaram limitadas à redução da taxa de juros e a consequente expansão do crédito destinado ao setor industrial. O governo passou a se utilizar dos instrumentos de política macroeconômica para controlar a inflação e também para reduzir os custos para o setor industrial, ao intervir nos chamados preços administrados<sup>143</sup>. Um exemplo dessa intervenção ocorreu em junho de 2012, quando a Petrobras anunciou um reajuste de 7,83% no preço de venda da gasolina nas refinarias, mas para mitigar o impacto sobre o preço para o consumidor final reduziu a zero a alíquota da CIDE, incidente sobre a comercialização da gasolina e do diesel.

Diante da alta do preço do petróleo em nível internacional, que elevou o custo de produção dos derivados e a consequente aceleração da taxa de inflação, o governo optou por

<sup>142</sup> Mello; Rossi (2018) cunharam o termo *industrialismo* para caracterizar a política de incentivo ao desenvolvimento industrial implementada no primeiro mandato do governo Dilma. De acordo com os autores, o termo diz respeito aos interesses de setores industriais em torno de um conjunto de políticas que os favoreceria. Isso não teve como efeito elevar os investimentos na indústria, apesar do governo ter buscado atender a agenda dos setores empresariais, diante da deterioração estrutural do complexo industrial do Brasil. O termo *industrialismo* foi utilizado inicialmente por Rossi; Biancarelli (2015) na crítica à política fiscal do governo Dilma marcada pela excessiva desoneração tributária.

<sup>143</sup> De maneira geral, o que justifica a intervenção ou controle dos preços de certos tipos de produtos e serviços ofertados por empresas estatais (caso da Petrobras e dos Correios) e também da concessão para empresas privadas (como transporte urbano municipal, tarifa de energia elétrica, pedágios, telefonia, etc.) é o poder de monopólio das empresas prestadoras e a existência de externalidades.

aumentar o preço da gasolina na refinaria, para não impor prejuízos a petrolífera estatal, ao mesmo tempo em que reduziu a zero a alíquota da contribuição, evitando desse modo o crescimento do índice de preços oficial, ou seja, utilizou-se da desoneração tributária para segurar a alta dos preços. Ao fazer uso da CIDE para finalidade diversa de seu objetivo original, o governo contribuiu para, ao mesmo tempo, aprofundar a crise no setor sucroalcooleiro, além de prejudicar o balanço da Petrobras ao produzir a necessidade de aumentar a importação de gasolina, cujos preços internos permaneceram propositalmente defasados.

No mesmo período, o governo interveio no preço da energia elétrica, provocando queda repentina na tarifa, ao antecipar em setembro de 2012, a renovação de contratos de concessão que venceriam entre 2015 e 2017, sem a exigência de novo processo licitatório. Mediante a Medida Provisória 579, de 11 de setembro de 2012, convertida na Lei nº 12.783, em janeiro de 2013, extinguiu um conjunto de encargos que incidiam sobre a tarifa de energia, procedeu a renovação dos contratos de concessão por mais trinta anos, de forma não onerosa (dispensando a necessidade de pagamento pela empresa concessionária). Como contrapartida, as concessionárias que aceitaram a proposição do governo acordaram em reduzir as tarifas dos consumidores residenciais em 18%, enquanto que para a indústria e o comércio essa redução poderia atingir até 32%. Tal medida repercutiu positivamente no âmbito da FIESP, tendo o seu presidente Paulo Skaf tratado de capitalizar esse resultado como sendo fruto de sua influência sobre o governo Dilma, que se mostrava bastante vulnerável às pressões de seus opositores.

Entretanto, essa medida gerou perdas para as distribuidoras de energia, que foram cobertas pelo TN. As tarifas de energia e os demais preços administrados que haviam sido represados foram reajustados de forma abrupta na guinada ortodoxa de 2015 e corresponderam a 39,54% da inflação daquele ano, conforme a decomposição da inflação divulgada pelo Banco Central<sup>144</sup>. A brusca correção tarifária se deveu tanto à mudança de orientação teórica da equipe econômica chefiada por Joaquim Levy, quanto para responder às inúmeras críticas que o represamento tarifário passou a receber desde 2013, pelos setores de oposição à direita do governo Dilma.

A redução das tarifas de energia elétrica não se mostrou eficaz para aumentar a competitividade da indústria brasileira, que numa conjuntura de queda da rentabilidade decorrente da desaceleração da atividade econômica, possivelmente se valeu de tal medida para recompor suas margens de lucro, ou seja, a redução de custos propiciada pela queda da tarifa teve efeito praticamente nulo sobre as decisões de produção e menos ainda sobre as decisões

---

<sup>144</sup> Ver decomposição da inflação, constante do relatório de inflação de março de 2016.



de investimento. De fato, contribuiu para o aumento da poupança privada, sustentada e ampliada pela política de juros imposta pelo RMI. Por outro lado, o TN foi obrigado a cobrir os prejuízos das distribuidoras, no contexto de queda da arrecadação tributária decorrente da redução do ritmo da atividade econômica, notadamente a atividade industrial, alvo da política de incentivo por parte do governo.

### 6.3 Crise fiscal e retração do investimento

Ao adentrar a análise das desonerações tributárias<sup>145</sup> implementadas no primeiro mandato da presidente Dilma, fez-se necessário evidenciar os fatores que levaram à desaceleração econômica a partir de 2011. Conforme consta do documento *Austeridade e Retrocesso* (2016, p. 42-43):

Sem dúvida não podemos negligenciar a conjunção de fatores internos e externos, como a perda de dinamismo do *boom* doméstico de consumo de crédito, ou os desdobramentos da crise financeira internacional. A conjuntura desfavorável levou à revisão de projetos de investimentos em escala global e à intensificação da concorrência pelos poucos mercados domésticos que permaneceram mais dinâmicos, o que acentuou as restrições externas ao crescimento que haviam sido relaxadas durante o *boom* do superciclo das *commodities*.

Segundo o mesmo documento, o país sempre cresceu abaixo da média mundial como pode ser observado a partir dos dados constantes da Tabela 48, situando-se numa posição que varia entre as 25% a 32% piores taxas entre 180 países com informações disponíveis no FMI, exceto no quadriênio 2007-2010 (*Austeridade [...]*, 2016, p. 43). Ainda nesse documento destaca-se que a “[...] economia brasileira se notabilizou por apresentar uma performance medíocre em termos comparativos por quase todo período pós Plano Real.” (*Austeridade [...]*, 2016, p. 43). Contudo, cabe salientar que o quadriênio encerrado em 2014, foi aquele em que a economia mundial apresentou a menor taxa de crescimento.

No entanto, a ocorrência da crise internacional não justifica a diferença de desempenho verificada entre os quadriênios 2007-2010 e 2011-2014, períodos em que a economia mundial apresentou taxas de crescimento bastante próximas, enquanto a economia brasileira reduziu-se à metade. O País foi capaz de atravessar relativamente bem a fase mais aguda da crise internacional, em 2008-2009, quando trilhou caminho diverso da tendência verificada mundialmente, ao manter o dinamismo econômico ao longo de praticamente todo quadriênio

---

<sup>145</sup> A política de desoneração tributária do governo Dilma não se constituiu apenas como uma medida de combate à crise econômica, mas sim, num dos principais eixos da política industrial do governo.

2007-2010, galgando várias posições no ranking de crescimento dos países, no entanto, esse desempenho foi totalmente revertido no quadriênio seguinte como demonstrado na Tabela 48.

**Tabela 48 – Ranking de crescimento do PIB (taxas reais ao ano em moeda nacional em %)**

Países	1995-1998	1999-2002	2003-2006	2007-2010	2011-2014
Argentina	3,58 (56)	-4,94 (99)	8,87 (12)	5,07 (27)	3,08 (52)
<b>Brasil</b>	<b>2,58 (75)</b>	<b>2,31 (71)</b>	<b>3,5 (72)</b>	<b>4,6 (35)</b>	<b>2,23 (68)</b>
Chile	6,9 (11)	2,3 (71)	5,57 (41)	3,24 (52)	4,29 (41)
China	9,47 (5)	8,35 (4)	11,02 (7)	10,88 (3)	8,04 (5)
Colômbia	2,8 (73)	0,68 (88)	5,16 (47)	4 (43)	4,97 (33)
Alemanha	1,59 (85)	1,72 (81)	1,17 (92)	0,57 (79)	1,57 (77)
Grécia	3,33 (58)	3,76 (43)	4,25 (58)	-1,77 (97)	-4,82 (98)
Índia	6,33 (13)	5,31 (20)	8,58 (13)	8,08 (9)	6,53 (12)
Itália	1,76 (84)	1,82 (78)	1,17 (92)	-0,89 (94)	-1,09 (96)
Coréia do Sul	4,23 (39)	8,02 (8)	4,23 (59)	3,85 (45)	3,04 (54)
México	2,81 (72)	1,85 (77)	3,43 (74)	1,17 (74)	2,91 (56)
Portugal	3,75 (51)	2,59 (66)	0,79 (94)	0,38 (82)	-1,54 (97)
África do Sul	2,64 (74)	3,23 (54)	4,59 (56)	2,48 (62)	2,3 (67)
Espanha	3,72 (53)	4,17 (35)	3,56 (70)	0,3 (83)	-0,99 (95)
Reino Unido	2,92 (69)	3,04 (59)	2,87 (79)	-0,17 (88)	2,04 (71)
EUA	3,86 (49)	2,87 (62)	3,15 (77)	0,29 (84)	1,93 (72)
Mundo-Média	4,1	3,81	5,34	3,51	3,4

**Fonte:** Extraído do Documento *Austeridade e Retrocesso* (2016, p. 43).

O fato de o país ter superado o período mais agudo da crise financeira não significou a inexistência de visões antagônicas sobre o papel da política fiscal no processo de desaceleração econômica e da crise. Segundo Dweck; Teixeira (2018, p. 287):

A primeira delas, que podemos chamar de a tese da “gastança”, defende que o descontrole fiscal teve papel fundamental para explicar a desaceleração e a crise. O argumento é que o aumento de gastos públicos teria sido elemento característico da política econômica do governo Dilma, levando a um aumento da dívida pública e à crise fiscal, da qual decorreria a crise econômica. Nessa interpretação, é a crise fiscal que leva à retração do crescimento.

A segunda vertente defende proposição oposta, conforme apontam Dweck; Teixeira (2018, p. 288):

[...] decisões equivocadas da política fiscal do governo Dilma, influenciadas por ideias ortodoxas dentro do governo, levaram à redução de gastos, principalmente, de investimentos públicos, retirando um impulso fundamental ao modelo de crescimento econômico impulsionado pela demanda que havia sido implantado ainda no governo Lula. Nessa visão, a crise fiscal foi consequência da crise econômica, cuja raiz está na guinada ortodoxa da política fiscal.

Na primeira vertente, estão os defensores da ideia de que houve uma guinada na política econômica pós-crise de 2008, prevalecente no governo Dilma, como Barbosa Filho; Pessoa (2014), Barbosa Filho (2015), Mesquita (2014) e Biasoto; Afonso (2014). Esses autores consideram como fatores determinantes dessa mudança, a condução da política fiscal expansionista e uma nova percepção do papel do Estado na dinâmica do crescimento. Adicionam ao argumento da elevação dos gastos o que consideram a adoção de outras medidas da mal denominada *Nova Matriz Econômica*, tais como, controle de preços, controles cambiais, subsídios, maior tolerância com a inflação, etc. A utilização de tais instrumentos<sup>146</sup> levou a uma excessiva intervenção e ao gradativo desmonte do *sacroscanto* tripé da política macroeconômica, qual seja, metas de inflação, meta de superávit primário, e regime de câmbio flutuante.

Dweck; Teixeira (2018) consideram ainda dentro da primeira vertente a outra corrente econômica, o *novo desenvolvimentismo*, representado pelos autores Bresser-Pereira; Oreiro; Marconi (2016) e Oreiro; Marconi (2016), que compartilham da visão liberal de que a política fiscal expansionista, com substancial aumento dos gastos públicos, contribuiu para a crise de 2015. Segundo esses autores, essa crise tornou evidente o esgotamento daquele conjunto de medidas que haviam propiciado o ciclo de crescimento nos Governos Lula e Dilma, o qual denominaram de modelo social-desenvolvimentista.

Segundo os *novos desenvolvimentistas* a desaceleração do crescimento no governo Dilma, além de envolver a questão fiscal, se deveu também a outros elementos, principalmente o de caráter estrutural que é a desindustrialização e a reprimarização da pauta de exportações. De acordo com essa vertente, a recessão a partir de 2015, se deveu a combinação da desaceleração estrutural com questões extra econômicas, porém esses autores comungaram da mesma proposição dos liberais, no que se refere à necessidade do ajuste fiscal, como condição para a retomada do crescimento em 2015.

Por outro lado, autores que integram a corrente heterodoxa, como Serrano; Summa (2012, 2015), denominaram o baixo crescimento do período 2011-2014 como a *desaceleração*

---

<sup>146</sup> Dweck; Teixeira (2018, p. 288) destacam: “Essa explicação para a desaceleração econômica ganha força especialmente a partir de 2013, mas se consolida principalmente durante a campanha das eleições de 2014. Tais autores defendem a guinada na política econômica de 2015, especialmente o ajuste fiscal implementado por Joaquim Levy, visto como fundamental para garantir a volta da confiança dos agentes econômicos para a retomada do crescimento sustentado”.

*rudimentar* da economia brasileira<sup>147</sup>, causada pela derrogação da política econômica<sup>148</sup> do governo Lula, considerada como fundamental para o bem sucedido modelo de crescimento impulsionado pela demanda. Esses autores rejeitam os argumentos de que a crise internacional e a sobrevalorização cambial tenham influenciado negativamente a demanda doméstica. Para eles, o ajuste fiscal e a política monetária restritiva do primeiro mandato da presidente Dilma foram as causas determinantes do baixo crescimento econômico do quadriênio encerrado em 2014.

Para Serrano; Summa, (2015, p. 30):

[...] existe um amplo consenso no Brasil de que a indústria não tem crescido principalmente por causa da taxa de câmbio sobrevalorizada. Na verdade, dado o pequeno impacto da taxa de câmbio sobre a competitividade externa da nossa indústria, parece claro que a principal causa da queda do crescimento da produção da indústria manufatureira foi a grande redução no crescimento do investimento, especialmente o investimento em máquinas e equipamentos, tanto de empresas privadas como estatais.

Ao se contraporem à hipótese de que o país estaria atravessando um processo de desindustrialização, fortemente relacionado à manutenção prolongada da taxa de câmbio sobrevalorizada, enfatizam o papel deletério desempenhado pela redução dos investimentos afirmando que:

[...] foi a forte redução no crescimento do investimento, não um suposto processo de “desindustrialização” relacionado com a taxa de câmbio que explica a desaceleração da produção industrial. A indústria manufatureira cresceu nos anos 2007-2008 e em 2010, quando a taxa de câmbio já estava valorizada, e por isso é difícil de acreditar que, de repente, a taxa de câmbio se tornou um obstáculo para o crescimento da indústria como um todo. Também, a taxa de câmbio valorizada foi muito importante para controlar a inflação e, portanto, também para o aumento dos salários reais e da taxa de crescimento do consumo das famílias (Serrano; Summa, 2015, p. 30-31).

Com interpretação semelhante em alguns aspectos à proposição de Serrano e Summa (2012), ao apontar a mudança na composição do gasto público como um dos fatores que levaram à crise, destaca-se a abordagem de Orair; Gobetti (2015), enfatizando que as medidas para impulsionar o crescimento a partir de 2011, estavam alicerçadas nas desonerações tributárias e no aumento dos subsídios. Para esses autores, o fator explicativo da crise não está na magnitude do gasto público, mas sim nas alterações da sua composição.

<sup>147</sup> Para uma análise mais completa desse processo ver os trabalhos de Serrano; Summa (2012), *A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011* e Serrano; Summa (2015), *Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014*.

<sup>148</sup> Serrano; Summa, (2015, p. 30), destacam a importância da mudança de orientação de política econômica ao enfatizarem que: “[...] o desempenho sombrio dos investimentos nos permite concluir que a mudança na orientação da política macroeconômica em 2011, com o governo tentando estimular o investimento privado e o emprego não através do aumento da demanda agregada, mas principalmente pela redução dos custos e/ou aumentando as margens de lucro das empresas, foi um fracasso. Essas medidas parecem não ter estimulado em nada as despesas de investimento”.

No primeiro mandato da Presidente Dilma ocorreu uma redução dos investimentos e um aumento das desonerações fiscais e subsídios, com efeitos multiplicadores menos expressivos do que os investimentos e gastos sociais, o que contribuiu decisivamente para o insucesso dessas políticas na sustentação do nível de atividade econômica. Orair, Gobetti e Siqueira (2016) reforçam suas conclusões ao calcularem os multiplicadores do gasto, demonstrando que na fase recessiva do ciclo, o efeito multiplicador dos investimentos e gastos sociais se mostrou bastante superior ao alcançado pelas desonerações tributárias e subsídios.

O documento *Austeridade e Retrocesso* (2016, p. 44) também aponta a mudança na condução da política fiscal, a partir de 2011, afirmando que:

[...] houve uma mudança crucial na condução da política fiscal a partir de 2011 com aumento da meta de superávit, desaceleração do consumo público e queda do investimento público na ordem de 12%. Esse ajuste, concomitante com políticas contracionistas de juros e macroprudenciais, contribuiu para a forte desaceleração da economia brasileira que estagnou entre o terceiro trimestre de 2011 e o segundo de 2012.

O mesmo documento (p. 44) enfatiza que o padrão de expansão fiscal foi alterado em favor dos subsídios ao setor privado, entre os quadriênios 2007-2010 e 2011-2014.

Enquanto no quadriênio 2007-2010 o espaço fiscal foi canalizado prioritariamente para investimentos públicos, que cresceram a taxas reais de 24% ao ano, no quadriênio 2011-2014 a taxa de investimento parou de crescer e, em compensação, o governo elevou significativamente os subsídios ao setor privado, como os do Minha Casa Minha Vida e os do BNDES, os subsídios à tarifa de energia elétrica, além das desonerações tributárias (R\$ 25 bilhões anuais apenas com a desoneração da folha).

Além disso, observam-se as ideias preconcebidas por parte de alguns condutores da política macroeconômica, que demonstravam pouca convicção a respeito da centralidade do investimento público para a sustentação do crescimento com inclusão social. A mudança na política fiscal, segundo análise contida no documento *Austeridade e Retrocesso* (p. 44), tinha duas razões: uma pragmática e outra estratégica.

A pragmática está relacionada a uma percepção de que a execução de investimentos é mais lenta na esfera pública do que na iniciativa privada, e em 2011 tivemos o escândalo do DNIT (Departamento Nacional de Infraestrutura de Transportes), que agravou essa situação. A estratégica diz respeito a uma visão de que, oferecendo estímulos suficientes ao setor privado, via desonerações ou subsídios, alavanca-se o investimento e o crescimento. Ou seja, a mudança na política fiscal envolveu uma constatação e uma aposta: diante da dificuldade de continuar expandindo os investimentos públicos, o governo acreditou que promoveria o crescimento econômico via incentivos aos investimentos privados – a chamada agenda FIESP, a real matriz macroeconômica que vigorou com apoio do empresariado até começar a fazer água.

No entanto, cabe perguntar por que diante da desaceleração do crescimento a opção foi pelas desonerações e subsídios ao setor privado em detrimento da expansão do investimento público e outros gastos que pudessem estimular o consumo? A resposta a esta questão pode ser

encontrada no artigo seminal publicado em 1943, pelo economista Michal Kalecki, intitulado *Os Aspectos Políticos do Pleno Emprego*. Nessa publicação, Kalecki afirma que se nos períodos recessivos, a oposição ao déficit público por parte dos interesses dos empresários e seus teóricos se reduz, também se consolida a visão de que os componentes do déficit sejam preferencialmente estímulos aos investimentos privados. No entanto, Kalecki discordava de que essa fosse a alternativa mais adequada para reativar a economia, quando comparada à ampliação do investimento público e o estímulo ao consumo de massas.

Embora defendessem o estímulo ao investimento privado como melhor alternativa para contrapor-se à depressão, os líderes empresariais e seus representantes reconheciam as limitações dessa política e até admitiam como um mal menor, porém devotavam profunda objeção às medidas destinadas a criar emprego mediante o subsídio ao consumo, assim como se opunham àquelas que visassem assegurar o pleno emprego. Isso é expresso por Kalecki (1990, p. 59) como segue:

Mesmo os que advogam o estímulo ao investimento privado para contrapor-se à depressão frequentemente não se fiam só nisso, mas consideram que esse estímulo deveria ser associado ao investimento público. Parece atualmente, que os “líderes empresariais” e seus assessores – pelo menos parte deles – tenderiam a aceitar como um *pis aller* a despesa pública financiada por empréstimo como um meio de aliviar as depressões. Mas eles ainda parecem opor-se firmemente tanto à criação de pleno emprego pelo subsídio ao consumo como a *manutenção* do pleno emprego.

No referido artigo, Kalecki mostrou que as tentativas de manutenção de um elevado nível de emprego levaram a uma forte oposição por parte dos setores conservadores da sociedade. Essa oposição segundo o autor se daria em três planos:

- (a) a oposição de princípio ao gasto governamental apoiado num déficit orçamentário;
- (b) a oposição a esse gasto dirigido ou ao investimento público – que pode prefigurar a intrusão do Estado em novas esferas de atividade econômica – ou ao subsídio ao consumo popular;
- (c) a oposição à manutenção do pleno emprego e não apenas à tentativa de evitar profundas e prolongadas depressões econômicas (Kalecki, 1990, p. 58).

O autor torna a enfatizar a hegemonia da tendência conservadora dos líderes empresariais e seus assessores, ao afirmar: “Mas se forem feitas tentativas de aplicar esse método a fim de manter o alto nível de emprego alcançado na subsequente prosperidade, é provável que haverá uma forte oposição por parte dos ‘líderes empresariais’.” (Kalecki, 1990, p. 59). O rechaço à política de pleno emprego tende a propiciar a unidade do bloco de empresários e rentistas, que buscam assegurar o retorno da política ortodoxa, com redução do nível de emprego, como forma de impor a *disciplina* sobre a classe trabalhadora. Para tanto, não hesitam em propor ao Governo o restabelecimento da condução ortodoxa da economia, com corte das despesas orçamentárias, capaz de provocar a redução do nível de atividade

econômica, bem como a contenção das conquistas dos assalariados obtidas durante a fase de crescimento do produto.

Esta foi a situação vivenciada pelo Brasil ao final do quadriênio encerrado em 2014, com o primeiro mandato da presidente Dilma se encarregando de pôr em marcha as políticas defendidas pela ortodoxia, como expressa o documento *Austeridade e Retrocesso* (2016, p. 46) ao se referir à atualidade do artigo de Kalecki, publicado em 1943: “[...] infelizmente, aprendemos muito pouco com as lições do passado, e nossos líderes de esquerda muitas vezes contribuem para a disseminação do senso-comum ao adotarem discurso – e as políticas – que pertencem à ortodoxia econômica”.

A obrigação de cumprir metas fiscais de curto prazo, impostas pela política econômica recomendada pelos organismos internacionais e, no caso brasileiro, seguida acriticamente, a exemplo do RMI, tem levado ao comprometimento estrutural da economia do país no médio e longo prazos, ao retirar do controle direto do governo mecanismos que poderiam ser utilizados como instrumentos indutores de desenvolvimento, além de, em certas situações, produzir ainda perda de receitas futuras.

Sobre esse aspecto, destacam-se dispositivos contábeis que acabam por criar constrangimentos à própria ação do Estado enquanto agente indutor das políticas de desenvolvimento. Isto é evidenciado na taxonomia de dispositivos de contabilidade em artigo<sup>149</sup> de Irwin (2012) no qual são elencados os artifícios usados em diversos países para obscurecer os déficits orçamentários e fazer transparecer o equilíbrio fiscal. Esse artifício reduz aparentemente o déficit, que acaba por perder sua importância como indicador fiscal, visto que o chamado *core deficit* não fica explicitado. Irwin (2012, p. 5) destaca:

A essência de um dispositivo contabilístico é melhorar os indicadores fiscais globais sem melhorar realmente as finanças públicas, ou sem melhorá-las na medida sugerida pelos indicadores principais. Um dispositivo que visa o déficit reduz o déficit deste ano, mas aumenta os déficits futuros num montante que compensa em grande parte ou totalmente a melhoria inicial. Para fazer isso, deve aumentar as receitas declaradas ou diminuir as despesas declaradas no ano (ou anos) de interesse. E, em troca, diminui as receitas declaradas ou aumenta as despesas declaradas nos anos futuros (tradução nossa).

Segundo o mesmo autor, os dispositivos de déficits podem ser classificados como empréstimos ocultos, desinvestimentos, gastos diferidos e investimento antecipado. No primeiro caso, de empréstimos ocultos, são relatados exemplos de governos da Europa<sup>150</sup> que

<sup>149</sup> Ver artigo de Timothy C. Irwin publicado em 2012 pelo Departamento de Assuntos Fiscais do FMI.

<sup>150</sup> Esse dispositivo foi utilizado pelos governos de Portugal, Áustria, Bélgica, Dinamarca, França e Suécia (Koene; Noord, 2005).

conseguem reduzir seus déficits assumindo fundos de pensões de empresas privadas e empresas públicas. Outro exemplo ocorrido no Brasil, denominado *pedalada fiscal* não se caracterizou pelo atraso no pagamento aos beneficiários dos programas sociais, mas sim pelo empréstimo de recursos junto aos bancos públicos, que arcaram com o pagamento dos benefícios em dia. De acordo com a Lei Complementar nº 101/2000 não é crime a população *financiar* o governo ao não receber os benefícios, no entanto é considerado crime um banco estatal realizar operação de crédito para o próprio governo. Contudo, segundo Carvalho (2018, p. 106):

O critério é duvidoso, já que os fluxos de pagamentos do Tesouro para a Caixa e da Caixa para os beneficiários nunca coincidem no tempo. Por isso o Tesouro paga juros a caixa pelos dias em que o saldo em sua conta de suprimento é negativo, e recebe juros pelos dias em que é positivo.

No entanto, o Tribunal de Contas da União (TCU), em 2014, julgou, pela primeira vez, a operação de crédito realizada pelo governo para cobrir déficit de caixa pontual como empréstimo, considerando a extensão do período de dias de déficit e o montante de recursos em atraso.

O segundo artifício corresponde às medidas de desinvestimento, que resultam em consecução de receitas imediatas, porém com redução de receitas no futuro, como é o caso da venda de ativos por meio das privatizações, nas quais o governo arrecada fundos mas deixa de contar com os recursos dos lucros futuros daí advindos. Este dispositivo tem sido utilizado largamente no caso da Petrobras desde 2015.

O terceiro dispositivo utilizado para reduzir déficit é caracterizado pelas concessões ao setor privado para investimentos em obras de infraestrutura. Essas medidas reduzem os gastos com investimentos no presente, porém subtraem do governo a possibilidade de obter essas receitas no futuro (caso de pedágios em estradas sob o regime de concessão).

Esse exemplo é assim reportado por Irwin (2012, p. 8):

De acordo com algumas normas contabilísticas, as parcerias público-privadas podem igualmente adiar a prestação de contas das despesas públicas. Ao envolverem empresas privadas na prestação de serviços públicos de novas formas, estas parcerias podem trazer benefícios fiscais reais. No entanto, muitas vezes são os seus benefícios fiscais ilusórios que os tornam atraentes. Em Portugal, tal como no Reino Unido e em muitos outros países europeus, o governo utilizou parcerias público-privadas para construir novas estradas, ferrovias e hospitais sem ter de contabilizar as despesas de investimento como se fossem suas, embora o governo tenha assumido obrigações semelhantes a dívidas para pagar pela infra-estrutura mais tarde. Com o tempo, as obrigações cresceram e o governo deve agora gastar quase 1 por cento do PIB para cumprir os compromissos assumidos anteriormente (DGTF português, 2011) (tradução nossa).

Também fazem parte dos gastos diferidos a postergação de pagamentos no curto prazo, como a manutenção de estradas e outros ativos, que correspondem a adiar uma despesa que será



maior no futuro, quando houver a necessidade de reconstruir completamente o ativo (como ocorre com as rodovias). Outro exemplo, se caracteriza pela locação ao invés da compra de equipamentos que acaba por acarretar um custo maior do que a aquisição (locação de veículos para prestação de serviços aos órgãos públicos). Acrescente-se ainda, o aumento do processo de terceirização da força de trabalho nos órgãos públicos em diferentes funções, como vêm ocorrendo nas unidades subnacionais no Brasil.

O quarto dispositivo, investimento antecipado, contempla o mecanismo de renúncia ao investimento, reduzindo os gastos declarados no presente, no entanto, reduz a receita futura. Por exemplo, desde o início da década de 1990, muitos investimentos em infraestrutura pública no Chile resultaram de parceria público-privada que vieram de concessões para aeroportos, rodovias e outros projetos. Com essas medidas o déficit medido nos anos em que o investimento ocorreu foi reduzido, contudo, ele tende a se expandir posteriormente em comparação com o que poderia ter sido obtido pelo governo, caso tivesse financiado o investimento e posteriormente realizasse a cobrança de tarifa dos usuários.

De fato, o quarto dispositivo contábil relatado por Irwin (2012), constitui-se num desdobramento do terceiro dispositivo. Ambos têm se materializado no Brasil desde a década de 1990, com o processo de privatização das empresas estatais, medida que permitiu a redução do estoque da dívida pública, enquanto a parte que se referia à concessão do serviço foi utilizada como receita do tipo *once for all* como no caso da telefonia, geração e distribuição de energia elétrica.

Mesmo que não se possa atribuir aos governos eleitos, a partir dos anos 1990, a utilização intencional desse tipo de subterfúgio contábil, é fato que especialmente os governos do *campo democrático popular* não enfrentaram as recomendações dos organismos internacionais, optando por se adaptarem às mesmas, sem aumentar o investimento público diretamente, o que permitiu a produção de estatísticas aceitas pelo *mainstream*. Desse modo, renunciaram predominantemente à política fiscal<sup>151</sup>, como mecanismo indutor do desenvolvimento econômico e social, e também à prerrogativa de planejar e, em parte, a

---

<sup>151</sup> É importante salientar que a renúncia à política fiscal na sua forma clássica, não decorreu apenas de uma opção do governo, mas também dos constrangimentos impostos pelos organismos internacionais, a exemplo do RMI, da Lei Complementar nº 101/2000 e recomendações do Banco Mundial e do FMI, que se materializaram na criminalização feita ao governo Dilma pela assinatura de decretos de abertura de créditos suplementares em 2015, destinados ao financiamento de universidades federais, hospitais universitários e ao programa Ciência Sem Fronteiras. Tais decretos permitiram apenas realocar recursos entre rubricas, visto que já obedeciam aos contingenciamentos para o cumprimento da meta fiscal (Carvalho, 2018).

atribuição de coordenar as instâncias decisórias responsáveis pela definição das prioridades dos investimentos que, em princípio, caberia ao setor público.

Essa tendência ficou evidente durante o primeiro e no início do segundo mandato da presidente Dilma, com as diversas rodadas de concessões de aeroportos, portos, ferrovias, rodovias e a construção de novas usinas hidrelétricas, bem como a política de desinvestimento na Petrobras a partir de 2015, quando os investimentos realizados pela empresa estavam sob forte questionamento por parte das forças contrárias à atuação da petroleira estatal.

Embora no governo Dilma tenha se tornado mais evidente a renúncia ao investimento público da maneira clássica, ampliando o espaço de hegemonia dos interesses privados na máquina estatal, tornou-se aparente um certo grau de redução das funções do Estado na economia, no que diz respeito à infraestrutura produtiva. Entretanto, a intervenção estatal no sentido de manutenção e valorização do capital era assegurada pelo incremento das despesas com juros e pela expansão do estoque da dívida pública. Por outro lado, mediante a terceirização dos serviços e bens públicos, ampliou-se as possibilidades de obtenção de lucros, a partir da prestação de serviços públicos por instituições privadas, a exemplo do financiamento de vagas em instituições de ensino superior privadas, viabilizadas por renúncia fiscal e crédito subsidiado. Outro exemplo que decorre da não expansão da rede pública de hospitais e laboratórios é a transferência de recursos públicos para remunerar clínicas, laboratórios e hospitais privados, que atendem à demanda oriunda do Sistema Único de Saúde (SUS).

#### **6.4 Crise econômica, receituário ortodoxo e resultados**

O segundo mandato da presidente Dilma iniciado em 2015, caracterizou-se pela continuidade e aprofundamento da política de ajuste ortodoxo iniciado ainda no final do ano anterior, após a reorientação da política econômica que privilegiou as desonerações e subsídios ao setor privado em detrimento do investimento público, que marcara o período 2007-2010. Foi dada continuidade e aprofundamento do ajuste econômico na direção de políticas de corte neoliberal, visando reverter a deterioração fiscal que se acelerou em 2014, bem como recuperar a confiança do setor privado.

O programa que inaugura o segundo mandato abrangia três frentes de ação estratégica do governo: austeridade fiscal, rigidez ou austeridade monetária e reestruturação dos mercados de crédito e capitais. A primeira se caracterizava pelo corte nos investimentos públicos, pela redução dos gastos do governo em seguridade social (saúde e assistência social), educação e pelo desmonte dos direitos trabalhistas (seguro desemprego e pensões). Na segunda frente,

deveria prevalecer um regime ainda mais *rígido* de metas de inflação a ser levado a cabo pelo BCB. A última, compreendia mudanças nas políticas creditícias do BNDES e dos demais bancos estatais, que restringisse sua atuação nos mercados de crédito e de capitais no Brasil (Martins, 2015).

#### 6.4.1 Política Fiscal

Em 2015, com a área econômica sob comando da nova equipe, com Joaquim Levy no Ministério da Fazenda, Nelson Barbosa no Ministério do Planejamento e Alexandre Tombini que permaneceu no Banco Central, foram divulgadas as novas medidas de austeridade fiscal, definindo meta de superávit primário de 1,2% do PIB em 2015 e 2% nos dois anos subsequentes, para o setor público não financeiro, buscando reverter o déficit de 0,6% acumulado no ano anterior.

O Ministério da Fazenda, por intermédio do Secretário do Tesouro Nacional, Marcelo Barbosa Saintive, anunciou o compromisso de cumprir a meta de superávit de 1,2% do produto, com a intenção de garantir a transparência e recuperar a credibilidade da política econômica junto aos agentes privados. Essa iniciativa tinha o objetivo de evitar críticas sobre manobras fiscais denominadas de *pedaladas*, como práticas decorrentes da *contabilidade criativa*<sup>152</sup>.

Outra dimensão da política de ajuste fiscal incidiu diretamente na redução das despesas obrigatórias, atingindo os benefícios da seguridade social. Foram editadas as MPs nº 664<sup>153</sup> e 665<sup>154</sup>, alterando as condições de concessão de auxílio doença, pensão por morte, abono salarial, seguro defeso e seguro desemprego, cuja economia prevista era de R\$ 18 bilhões, com impacto sobre os direitos sociais, porém sendo consideradas como medidas necessárias para corrigir distorções<sup>155</sup> do sistema de benefícios trabalhistas e previdenciários.

Além das medidas destinadas a reduzir o gasto público, os condutores da política econômica procuraram aumentar a arrecadação tributária promovendo a revisão das

---

<sup>152</sup> O termo foi utilizado para denominar o recurso usado para cumprir “[...] a meta fiscal por meio de receitas não recorrentes, ampliação forçada da margem de deduções e postergações de pagamentos.” (Carvalho, 2018, p. 85).

<sup>153</sup> A MP nº 664, de 30 de dezembro de 2014 (posteriormente convertida na Lei nº 13.135, de 17 de junho de 2015) trouxe alterações importantes nas regras para os dependentes, em relação ao direito ao benefício de pensão por morte.

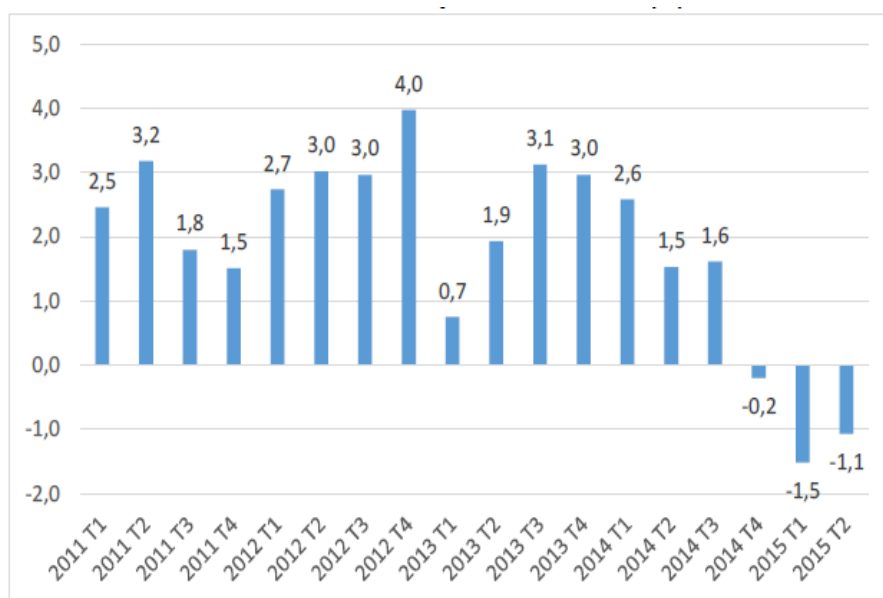
<sup>154</sup> A MP nº 665, de 30 de dezembro de 2014 (posteriormente convertida na Lei nº 13.135/2015) altera o prazo de carência do Seguro-Desemprego.

<sup>155</sup> A pretexto de corrigir distorções dos benefícios sociais foi definida carência de 24 meses para pensão por morte; revisão do benefício vitalício para cônjuges independentemente da idade e a redução do benefício (MP nº 664/2014); dobrar o tempo exigido para concessão do seguro desemprego na primeira solicitação, saindo de 6 para 12 meses (Martins, 2015).

desonerações com finalidade de eliminar as distorções impostas pelo próprio governo no período anterior. Desse modo, foram implementadas medidas para elevação do Programa de Integração Social (PIS) e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) sobre produtos importados e CIDE sobre combustíveis com previsão de receita adicional de R\$ 12,2 bilhões; reversão das desonerações na folha de pagamento, cuja alíquota passou de 1,0-2,0% para 2,5- 4,5%, com expectativa de arrecadação extra de R\$ 5,3 bilhões. E ainda, elevação do IPI para setores específicos como veículos, com previsão de arrecadar mais R\$ 5 bilhões.

O governo também buscou contrair a despesa pública com medidas de contingenciamento, no intento de fazer o valor do dispêndio de 2015 ser convergente ao gasto realizado em 2013. Como pode ser observado no Gráfico 31, as medidas de contingenciamento da despesa pública produziram redução significativa, em termos reais, nos dois primeiros trimestres de 2015, em relação a igual período do ano anterior.

**Gráfico 31 – Consumo final da administração pública variação real trimestral (%)**



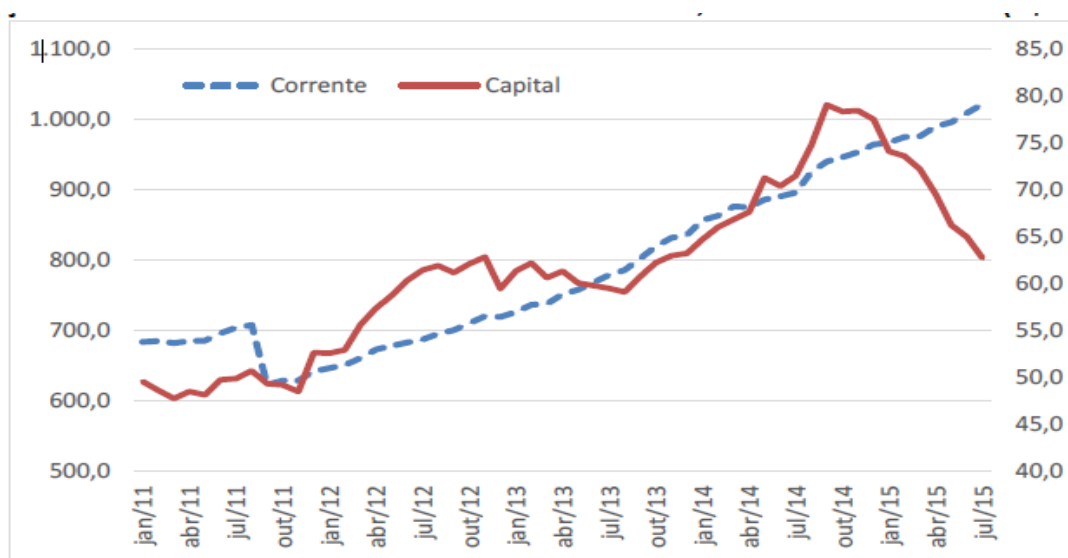
Fonte: IBGE (2011-2015).

O objetivo dessas medidas era não permitir que o gasto crescesse mais aceleradamente, dado que parte dessas despesas aumentaria na medida em que as pensões e aposentadorias são vinculadas ao salário mínimo nominal. Tais medidas não fazem com que a despesa pública nominal apresente necessariamente redução, embora isso possa se verificar, porém a tendência será crescer a taxas inferiores ao verificado nos períodos antecedentes. Na conjuntura de inflação em alta, verificou-se uma redução real da despesa, como se evidencia no Gráfico 31.

Considerando-se que os gastos em determinadas rubricas apresentam elevada rigidez, o espaço para redução das despesas correntes no curtíssimo prazo torna-se bastante limitado. Isso se deve principalmente à impossibilidade de reduzir os gastos previdenciários, que se constituem em política pública de cunho universal e como também se verifica com os gastos estruturais, a exemplo das universidades públicas e com a saúde, que são considerados prioridade por parte do governo e atendem a demandas sociais por maior oferta de serviços públicos de qualidade.

Diante da impossibilidade de reduzir ainda mais as despesas correntes, a alternativa utilizada pelo governo recaiu sobre os investimentos públicos, ou seja, as despesas de capital se tornaram a *variável de ajuste*, conforme pode ser observado no Gráfico 32.

**Gráfico 32 – Despesas do Tesouro Nacional - Evolução das rubricas mensais acumuladas em 12 meses, em valor nominais (R\$ bilhões)**



Fonte: Extraído de Martins (2015, p. 27).

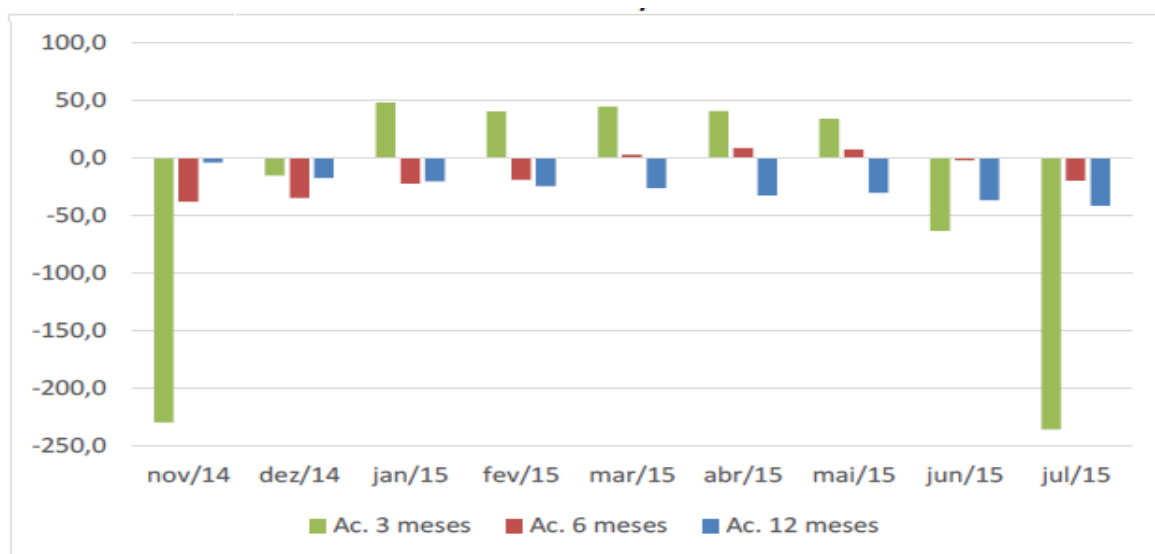
Conforme pode ser observado no Gráfico 32, as despesas correntes tiveram uma trajetória de crescimento mais ou menos estável em termos nominais, apesar da redução das despesas com custeio e pessoal. Expandiram-se R\$ 57,5 bilhões no período de doze meses, equivalente à 6,0%. Por outro lado, as despesas de capital (acumuladas em 12 meses) foram reduzidas em R\$ 14,8 bilhões até julho de 2015. Considerando-se os valores nominais, a redução em termos percentuais foi de 19,1%. Conforme Martins (2015, p. 25-26):

Os efeitos de cortes nos investimentos públicos, entretanto, são conhecidos: além daqueles efeitos negativos diretos sobre a expansão da demanda agregada, há efeitos indiretos sobre os planos de gastos dos agentes privados através da sinalização negativa. O resultado em termos das contas públicas pode ser ambíguo, não sendo correto determinar um sinal a priori (Gobetti, 2015:30). Mais que isso se entendemos

o investimento público como fonte fundamental de demanda autônoma, é bem provável que o efeito líquido sobre o resultado fiscal seja justamente o contrário do esperado – um corte dos investimentos irá reduzir a atividade, prejudicar as receitas e piorar ainda mais o resultado fiscal.

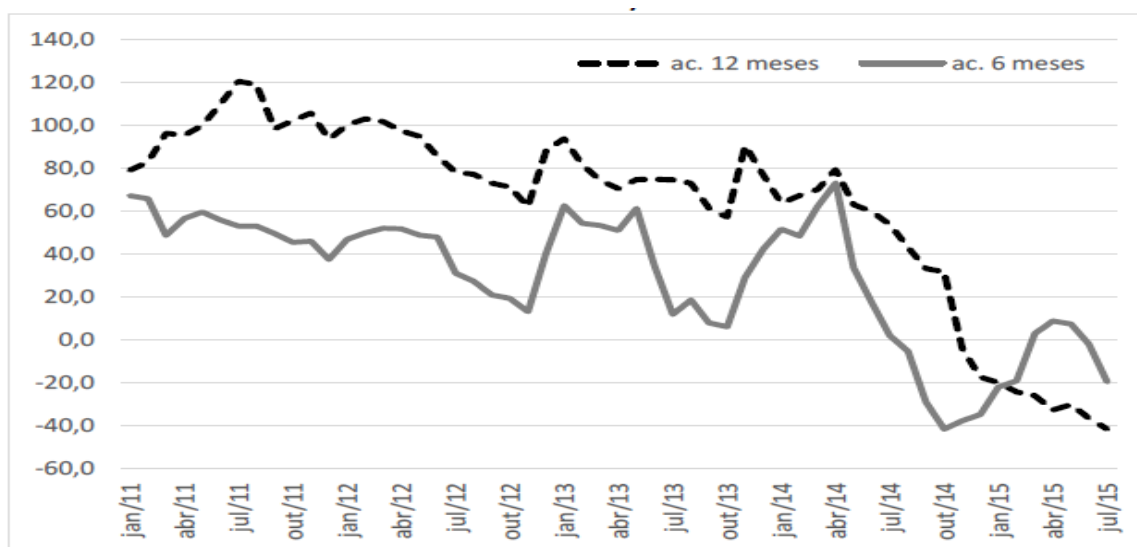
Os resultados das medidas de contenção fiscal levadas a cabo no início do segundo mandato da presidente Dilma podem ser avaliados sob dois aspectos: os efeitos nas contas públicas e na dimensão macroeconômica, conforme expresso nos Gráficos 31 e 32. Considerando-se as séries acumuladas em três e seis meses sinalizam efeitos *positivos* do ajuste sobre o resultado primário. No entanto, esse resultado passou a apresentar patamares negativos especialmente em julho. Numa perspectiva de ainda menor curto prazo, conforme o Gráfico 33, o ajuste fiscal promovido não se mostrou eficaz. Essa tendência confirmou-se no resultado acumulado de doze meses, com indicação de crescimento do déficit primário (Gráfico 34).

**Gráfico 33 – Resultado Primário do Governo Central após a primeira ofensiva fiscal - Evolução das rubricas mensais acumuladas em 3, 6 e 12 meses, em valores nominais (R\$ bilhões)**



Fonte: Extraído de Martins (2015, p. 28).

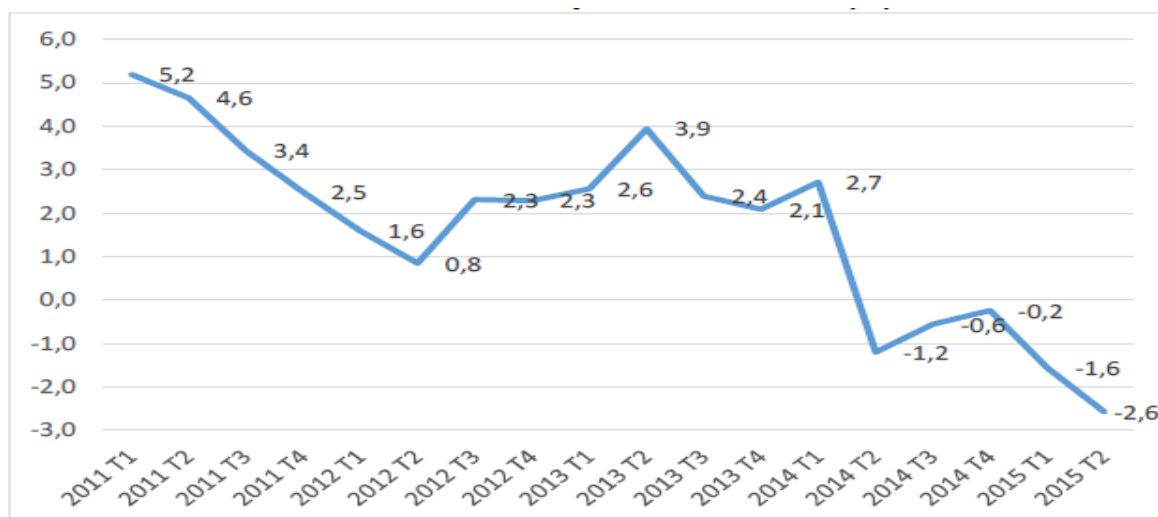
**Gráfico 34 – Resultado Primário do Governo Central - Evolução das rubricas mensais acumuladas em 6 e 12 meses, em valores nominais (R\$ bilhões)**



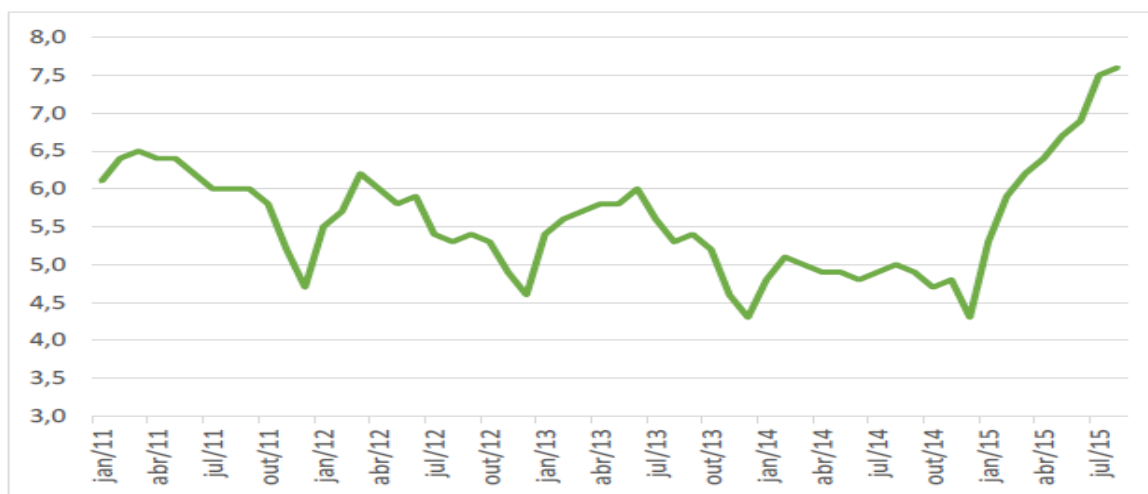
Fonte: Extraído de Martins (2015, p. 28).

Na perspectiva macroeconômica, a estratégia fiscal adotada pelo governo coincidiu com a queda de ritmo do crescimento econômico e com a elevação do desemprego, demonstrado pelos dados contidos nos Gráficos 35 e 36.

**Gráfico 35 – Produto Interno Bruto – variação real trimestral (%)**



Fonte: Extraído de Martins (2015, p. 30).

**Gráfico 36 – Desemprego – Taxa de Desemprego (%)**

**Fonte:** Extraído de Martins (2015, p. 31).

**Nota:** Taxa de desemprego das pessoas de 10 anos ou mais de idade, período de referência de 30 dias, por regiões metropolitanas.

Os indicadores macroeconômicos demonstram claramente os efeitos deletérios do ajuste fiscal sobre a demanda agregada, que se agravaram em decorrência do conjunto de medidas visando à consolidação fiscal, como foram a retração do investimento público e a elevação da carga tributária.

A ineficácia das medidas implementadas entre o final de 2014 e início de 2015, sem a reversão do crescimento do déficit e da queda no nível de atividade econômica, levou o governo a implementar novas medidas de ajuste no terceiro trimestre de 2015. Dentre essas medidas, destaca-se a redução da meta de superávit primário de 1,2% do PIB para 0,15%, como sinalização para os agentes econômicos do comprometimento do governo.

No mês de setembro de 2015 foram anunciadas novas medidas de redução da despesa: a) redução do gasto discricionário da União com saúde e com os programas PMCMV e do PAC; b) redução do gasto com a folha de pagamento mediante adiamento do reajuste dos servidores e o cancelamento da realização de novos concursos; c) mudança na projeção de gastos com subsídios ao setor agrícola.

Outras medidas propostas pelo governo se referiam à esfera tributária: a) elevação do imposto de renda sobre ganhos de capital próprio para venda de bens acima de R\$ 1 milhão; b) reeditar a cobrança da CPMF, com alíquota de 0,2%, por dois anos; c) redução de estímulos tributários ainda vigentes para setores específicos totalizando 5,8 bilhões, com ênfase nas exportações, investimento em inovação e para a indústria química, além do estabelecimento do teto de 5% para abatimento de juros do imposto a pagar sobre capital próprio (Martins, 2015). O autor afirma: “Manteve-se, portanto, a mesma orientação da primeira ofensiva fiscal, porém



agora diante de uma economia ainda mais deprimida, com a confiança dos agentes econômicos ainda mais abalada.” (Martins, 2015, p. 32).

Da análise da condução da política econômica no período pós 2015, depreende-se que o primeiro ajuste fiscal levou à necessidade de um segundo, lançando a economia do país numa espiral depressiva, típica do “círculo vicioso da austeridade”, que pode ser resumido na seguinte sequência: “[...] cortes do gasto público induzem à redução do crescimento que provocam novas quedas de arrecadação e exigem novos cortes de gasto.” (Austeridade [...], 2016, p. 22).

A ruptura do círculo vicioso somente pode acontecer mediante a implementação de política fiscal anticíclica, ou seja, por decisões discricionárias de gasto do governo, a não ser que ocorra uma elevação das exportações líquidas que compensem a redução da demanda interna pública e privada. A política fiscal tem impactos sobre a dinâmica do déficit e da dívida pública, como explicitado no documento *Austeridade e Retrocesso* (2016, p. 22):

Se o governo contribuir para instalar uma recessão ao cortar as receitas do setor privado, a contração do PIB aumentará a relação dívida pública/PIB independentemente do esforço de poupar do governo. Em outras palavras, a dinâmica da dívida pública também depende do efeito do gasto público no conjunto da economia: se o gasto público possuir elevado efeito multiplicador (ou seja, alta capacidade de promover o crescimento econômico e se propagar pelo restante da economia) e houver uma elevada elasticidade-PIB da receita tributária (ou seja, se arrecadação de impostos crescer mais que o crescimento do PIB em momentos de expansão econômica), então o aumento do gasto público pode estimular o crescimento a ponto de promover melhores resultados fiscais. Caso, porém, o governo promova uma retração dos investimentos e gastos públicos com elevado multiplicador com o objetivo de melhorar sua situação fiscal, é possível que o corte de gastos se prove, não apenas contracionista, mas também negativo para a dinâmica do endividamento público.

A defesa da austeridade se fundamenta no pressuposto de que o setor público e o setor privado disputam um estoque de recursos ou poupança, portanto, ao se reduzir o gasto público amplia-se o espaço para o investimento privado<sup>156</sup>. Essa proposição expressa uma corrente teórica alinhada à austeridade expansionista. Segundo John Cochrane (2009), cada unidade monetária gasta pelo governo corresponde a uma unidade a menos de gasto realizado pelo setor privado. Desse modo, a maior eficiência do gasto privado justificaria a contração do gasto público para gerar aumento ainda maior do dispêndio privado.

Essa argumentação se contrapõe à proposição de John Maynard Keynes (1937), que afirma que é no *boom* e não na crise que o governo pode realizar corte de gastos, quando ocorre excesso de demanda agregada. Em outras palavras, na crise, quando os recursos da sociedade estão subempregados, a elevação do gasto público produz crescimento do produto e elevação

---

<sup>156</sup> Fenômeno denominado pela literatura econômica como *crowding out*.

do nível de emprego, enquanto nos momentos de expansão da atividade econômica, os gastos públicos teriam efeito menor sobre a economia como um todo, dado que o setor privado estaria atuando de forma expansionista.

Entretanto, o governo Dilma manteve posicionamentos distintos da perspectiva heterodoxa, representada principalmente pelos keynesianos e pós-keynesianos. Ao contrário, caminhou no sentido oposto, não apenas na política fiscal, mas também nas políticas monetária e financeira, numa típica conversão à ortodoxia, representada pelo novo consenso macroeconômico. Isto significou, em termos concretos, a manutenção do pagamento de juros ao rentismo, numa conjuntura em que não era mais possível propiciar ganhos ao capital<sup>157</sup> e melhorar as condições de vida da população menos favorecida, como vinha ocorrendo desde o início dos governos do *campo democrático e popular*. Em termos políticos, a opção foi por conquistar o apoio do capital, o que não ocorreu, subestimando a importância do apoio popular para a sustentação política do próprio governo.

#### 6.4.2 A Política Monetária

A política monetária, pós-2014, foi coerente com a conversão ortodoxa do governo Dilma em seu segundo mandato. A decisão do Copom de realizar aumentos sucessivos da meta para a taxa Selic, indicava a prioridade dada ao controle da dinâmica inflacionária, a despeito da política fiscal contracionista. O aumento da taxa interna de juros não acompanhou o movimento das taxas nos países centrais, visto que nos EUA, na Europa e Inglaterra elas se mantiveram respectivamente, em 0 - 0,25% a.a.; 0,05% a.a. e 0,5%, enquanto no Brasil ela foi elevada em 3,0 % entre outubro de 2014 e setembro de 2015. A preocupação da AM não visava somente à contenção dos preços no presente, mas sim fazer com que a expectativa de inflação convergisse com o centro da meta, como afirma Martins (2015, p. 36):

O ponto de partida das decisões de elevação da taxa de juros corresponde a um período onde o indicador de inflação se encontrava próximo ao teto da meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional de 6,5%. Em seu turno, as expectativas de mercado apontavam para uma inflação acima da meta num horizonte de médio prazo e acima da meta no curto prazo. Por fim, vigorava um desalinhamento de preços relativos na economia brasileira, em função do comportamento de preços administrados, antes sob as rédeas do governo, e da taxa de câmbio, como resultado da depreciação do Real (diferença entre preços de comercializáveis e não comercializáveis).

---

<sup>157</sup> Com a crise internacional de 2008-2009 e o esgotamento do *boom* das *commodities*, a política conhecida como *ganha ganha* foi inviabilizada. Ou seja, com fim do ciclo de crescimento, não foi mais possível remunerar o capital e distribuir renda. Para favorecer as classes trabalhadoras, teria que haver redistribuição de renda.

Nesse sentido, o BCB fixou um prazo para a convergência das expectativas em relação ao centro da meta, dado que sua preocupação era fazer com que elas se tornassem referências como meta para que o ajuste monetário e a AM não permanecesse focada apenas na inflação corrente. Para tanto, o CMN manteve a meta de inflação em 4,5% para 2017, porém reduziu o intervalo típico de tolerância de 2,0% para 1,5%. Segundo a nova política do BCB, as decisões sobre taxa de juros estariam condicionadas à convergência das expectativas a médio prazo e à aderência da inflação corrente ao intervalo da meta, para que fosse possível a redução da taxa de juros, o que concorria para a manutenção da rigidez para baixo da taxa básica.

Esta reorientação da política monetária no segundo governo Dilma estava longe de se constituir numa unanimidade, uma vez que permaneceu com o diagnóstico da teoria quantitativa da moeda, qual seja, a inflação tem como causa o excesso de demanda agregada. Essa concepção aponta para a necessidade de conter o crescimento dos meios de pagamento, o que é feito com a elevação das taxas de juros. No entanto, a corrente heterodoxa aborda o problema da inflação como sendo gerada pelo lado da oferta, isto é, a elevação de preços tendo como causa a elevação dos custos de produção, portanto admitindo que os fatores explicativos da aceleração dos preços não se devem ao excesso de moeda, mas sim ao comportamento da taxa de câmbio, de determinados preços-chave, como energia elétrica, combustíveis, e ainda dos salários.

No primeiro governo Dilma foi levada a cabo uma política de ampliação do papel desempenhado pelos bancos estatais e de desenvolvimento no mercado de crédito e no mercado de capitais, especialmente pela atuação do BNDES. Foi então priorizada a expansão do crédito com custos reduzidos para empréstimos. No entanto, no segundo mandato, essa política foi revertida, com a redução do montante de recursos para empréstimos pelos bancos estatais e pelo aumento da TJLP<sup>158</sup>, visando reduzir a diferença entre as taxas de captação e da aplicação dos recursos aportados pelo TN (com emissão de títulos da dívida pública), utilizados no crédito direcionado concedido pelo BNDES.

Além da elevação da TJLP, em 2015 os prazos máximos de diversas linhas de crédito do BNDES foram reduzidos, mesmo as que estavam vinculadas ao Programa de Sustentação do Investimento. Outra medida restritiva à atuação do BNDES reduziu o percentual de participação do banco no financiamento de projetos: em 70% do valor dos projetos considerados prioritários; 50% em projetos de prioridade intermediária e 30% em projetos de baixa prioridade. As medidas restritivas também atingiram a política de concessão de crédito

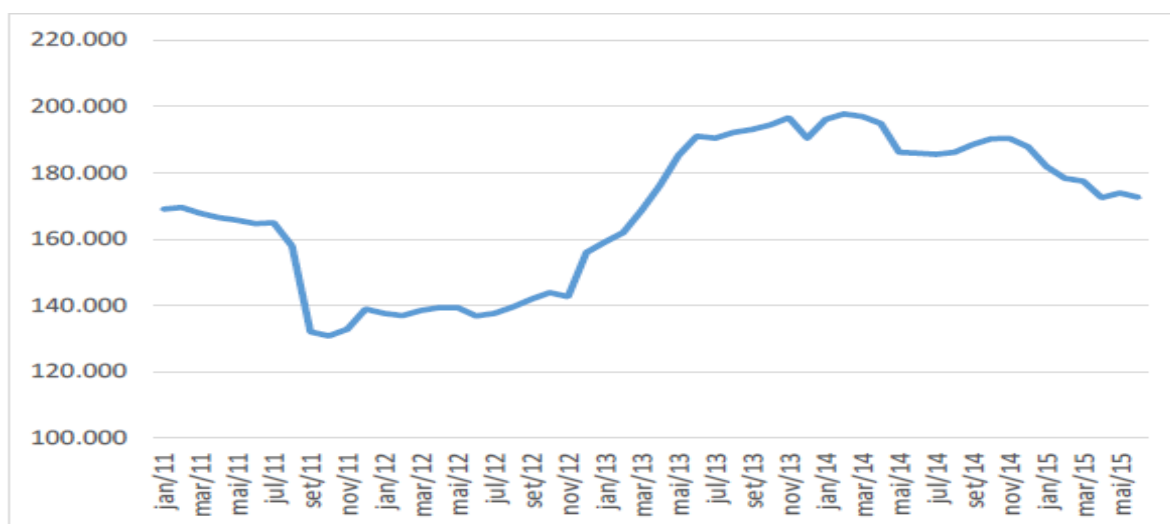
---

<sup>158</sup> A TJLP foi elevada passando de 5,0% a.a. em dezembro de 2014 para 6,5% a.a. a partir de julho de 2015.

do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) pela CEF, com a elevação das taxas de juros em diversas linhas, em três ocasiões: janeiro, abril e setembro de 2015, em função do aumento do custo de captação e da redução dos valores percentuais financiáveis para cada imóvel.

As intervenções que visavam restringir a participação do BNDES não tinham relação direta com seu desempenho, considerando-se que sua taxa de inadimplência em 2013 era de 0,01% e se manteve no ano seguinte. Ainda assim, foram redefinidos os novos patamares de custo de captação que provocou um declínio dos desembolsos do BNDES em 2015, conforme consta do Gráfico 37.

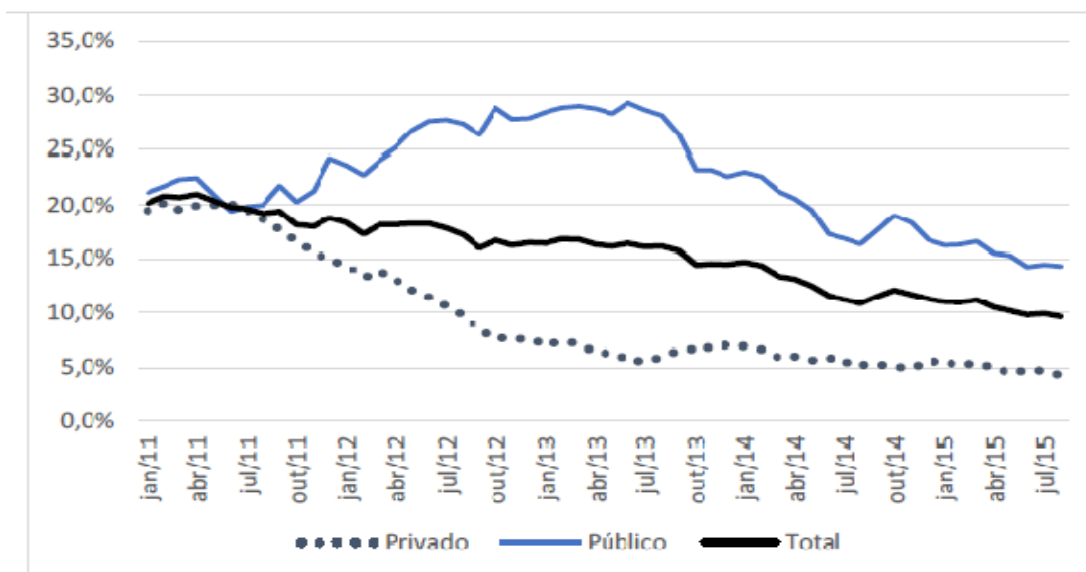
**Gráfico 37 – Desembolsos do sistema BNDES - Desembolsos mensais acumulados em 12 meses (R\$ milhões)**



**Fonte:** Extraído de Martins (2015, p. 44).

Além do BNDES, todos os outros bancos estatais perderam a sua condição de líderes na participação no mercado de crédito, como ocorrera no período 2012-2013. Essa redução do crescimento dos saldos de crédito é reveladora do impacto do ajuste contracionista posto em marcha a partir de 2015. O Gráfico 38 demonstra a trajetória de declínio da participação dos bancos estatais no financiamento da atividade econômica.

**Gráfico 38 – Saldos das operações de crédito - Variação em 12 meses dos saldos conforme o tipo de controle da instituição financeira (%)**



**Fonte:** Extraído de Martins (2015, p. 44).

A reorientação das medidas financeiras criou um ambiente predominantemente favorável para a expansão do mercado privado de crédito e de capitais. Para isso, foi reduzido o nível de participação do BNDES no financiamento de longo prazo, limitada a participação dos bancos estatais no mercado de crédito, além de incentivadas as emissões de renda fixa, buscando desestimular o uso de crédito para possibilitar que o mercado de capitais ampliasse sua participação no financiamento de longo prazo das empresas. Desse modo, ficou caracterizada a orientação do governo Dilma, em seu segundo mandato, de executar uma política financeira em que fosse reduzida a participação dos bancos estatais nos mercados financeiro e de capitais.

Os impactos do primeiro e do segundo ajuste fiscal se tornaram evidentes nos gastos realizados no período dos dois mandatos da presidente Dilma, embora sua participação tenha sido abreviada no segundo mandato, com a aprovação pelo Senado da abertura de processo de admissibilidade de seu impedimento, em votação realizada em 12 de maio de 2016, quando o Vice-Presidente assumiu interinamente a Presidência. Em 31 de agosto do mesmo ano, ocorreu o seu afastamento definitivo e o governo Temer, que já havia se iniciado em maio, completou o mandato em 31 de dezembro de 2018.

## 6.5 Governo Temer, Novo Regime Fiscal: Austeridade e Retrocesso

O governo de Michel Temer (maio 2016 - dezembro 2018) foi responsável pelo quadro de agravamento da estagnação da economia<sup>159</sup>, embora tenha assumido anunciando um *novo regime fiscal*, com o estabelecimento do teto de gastos<sup>160</sup>, apresentado oficialmente ao Congresso, como se tivesse um objetivo anticíclico.

Do ponto de vista teórico, essa orientação amplificou o compromisso com uma política de desenvolvimento alinhada à ortodoxia e ao aprofundamento do neoliberalismo. Nesse sentido, foram adotadas medidas que se materializaram em contrarreformas que atingiram os trabalhadores do ponto de vista dos direitos trabalhistas (reforma trabalhista e a lei que ampliou a terceirização) e da tentativa malograda de aprovar a reforma da seguridade social ainda nesse governo.

Na dimensão da política macroeconômica, foi executada uma política monetária ainda mais conservadora que a do governo anterior, sob o pretexto de *ancorar as expectativas inflacionárias dos agentes*; uma política fiscal contracionista, baseada no teto de gastos, apresentada como *contração fiscal expansionista*; uma política cambial mais flexível, com sinalização de maior conversibilidade do Real (Oreiro; Paula, 2021).

Para Oreiro; Paula (2021, p. 136), a economia brasileira tem apresentado um ritmo lento de recuperação após o período recessivo de 2014-2016. Segundo esses autores, diversas variáveis contribuíram para a configuração desse quadro, a saber:

Em primeiro lugar, e mais importante, o principal problema da economia brasileira tem sido a falta de demanda e não de um eventual problema de oferta. De acordo com Borges (2018), a falta de demanda é decorrência de um *overkill* decorrente de um conservadorismo excessivo da política econômica. A manutenção de uma política monetária contracionista por um período muito prolongado, com manutenção de uma taxa Selic acima do juro neutro da economia a partir de meados de 2017, num contexto em que a política fiscal e, sobretudo, financeira (desembolsos do BNDES) também foram contracionistas, contribuiu sobremaneira para a economia ter uma recuperação lenta, com tendência à estagnação. De fato é como se o governo, em meio à recuperação cíclica da economia, puxasse ao mesmo tempo todos os freios.

<sup>159</sup> Crescimento baixo estável em torno 1,0% a.a., no período 2017 a 2019 (Oreiro; Paula, 2021).

<sup>160</sup> “O teto de gastos foi apresentado pela PEC nº 241, aprovada em 13 de dezembro de 2016 como Emenda Constitucional (EC) nº 95, de 15 de dezembro de 2016. Encaminhada pelo governo Temer ao Legislativo com o objetivo de equilibrar as contas públicas por meio de um rígido mecanismo de controle de gastos, pelo período de vinte anos, a PEC do Teto dos Gastos determinou que, a partir de 2018, as despesas federais só poderiam aumentar de acordo com a inflação acumulada, conforme o IPCA. A inflação considerada para o cálculo dos gastos foi a medida nos últimos 12 meses, até junho do ano anterior. Assim, em 2018, por exemplo, a inflação usada foi medida entre julho de 2016 e junho de 2017. Para 2017, primeiro ano de vigência da PEC, o teto foi definido com base na despesa primária paga em 2016 (incluídos os restos a pagar), com a correção de 7,2%, a inflação prevista para aquele ano.” (Brasil, 2016).

Outras variáveis de caráter estrutural são elencadas por Oreiro e Paula (2021). Destacam-se histerese no crescimento econômico e desindustrialização. A histerese na economia decorrente do baixo crescimento econômico verificado nos últimos cinco anos, contribuiu para a redução do crescimento potencial da economia por uma série de fatores: a) envelhecimento do estoque de capital físico (capacidade instalada tornada obsoleta pela baixa formação bruta de capital fixo) com impactos incidindo diretamente na produtividade do trabalho e do capital, bem como a perda de competência dos trabalhadores fora do mercado de trabalho por longo período; b) a elevação da taxa de desemprego corrente provoca aumento crescente de desemprego de longo prazo, o que reduz o poder de barganha salarial dos trabalhadores.

A taxa de desemprego também sofre influência das medidas de política econômica, das quais os *policy makers* lançam mão para alcançar o *equilíbrio*, isto é, depende da alternativa escolhida (*path dependent*). Além do efeito da histerese, deve-se considerar também a importância da *taxa de sacrifício* associada à redução da inflação (desinflação), sugerida pela hipótese da taxa natural de desemprego, cara aos neoquantitativistas e novos-clássicos, uma vez que o desemprego tende a persistir por períodos mais longos que o sugerido para alcançar a queda da taxa de inflação.

A segunda variável estrutural relacionada à lenta recuperação da economia, diz respeito à desindustrialização verificada nos últimos dez anos, tornando evidente a manifestação numa economia que não alcançou o nível de renda *per capita* equivalente àquela dos países desenvolvidos, quando começaram a se desindustrializarem. No Brasil a participação da indústria no PIB era de 20% no final da década de 1970. Iniciou sua queda no início dos anos 1980, tendo se acentuado a partir de 2008, reduzindo-se de 14,5% para 11,2% em 2016.

Nesse contexto de desindustrialização, cresceu o setor exportador de *commodities*, que levou a um processo de crescente reprimarização da pauta exportadora. Desse modo, evoluiu positivamente o saldo da balança comercial de produtos semimanufaturados e manufaturados com baixo valor agregado, enquanto manteve-se a tendência de queda no desempenho dos produtos manufaturados com maior agregação de valor.

Diversos fatores contribuíram para o processo de desindustrialização da economia brasileira nas décadas recentes, segundo Oreiro e Paula (2021): a) concorrência dos produtos manufaturados oriundos da China a partir de 2009, favorecidos pela apreciação do Real, associada à política cambial ativa, combinada com controles do governo chinês sobre fluxos de capitais; b) redução da taxa de lucro das empresas industriais decorrente da combinação entre

taxa de câmbio sobrevalorizada (2004-2012) e em menor grau o crescimento dos salários acima da produtividade em alguns ramos da atividade industrial; c) tendência à sobrevalorização da moeda nacional no período 2004-2011, decorrente do *boom* de *commodities* e do aumento do influxo de capitais estrangeiros, que aproveitavam o diferencial de taxas de juros, interna e externa, em operações de arbitragem, conhecidas como *carry trade*. Além disso, a política cambial da AM foi tolerante com a apreciação cambial verificada no período.

Em adição ao quadro de desindustrialização, verificou-se o aumento do coeficiente de importações da indústria de transformação, que passou de 15,3%, em 2009, para mais de 18% a partir de 2012, chegando ao patamar de 22,4% em 2018, quando vigorava uma tendência de depreciação do Real. Essa tendência de elevação das importações pela indústria de transformação, após anos de sobrevalorização da taxa de câmbio, verificou-se, sem que tenha ocorrido aumento das exportações, todavia produzindo aumento do déficit comercial de manufaturados. É que essa indústria passou a substituir conteúdo local pelo importado, caminhando para se tornarem *maquiladoras*, voltadas preponderantemente para o mercado interno, porém tornando-se crescentemente integrantes de cadeias produtivas sem articulação tanto no plano interno como externo.

Em decorrência disso, tais empresas chegaram a apresentar grande saldo líquido de importação, portanto beneficiando-se, no curto prazo, por uma nova apreciação cambial e uma eventual redução das alíquotas de importação, porém apresentaram baixa capacidade de encadeamento na estrutura produtiva em seu conjunto. Fator também decorrente do comportamento defensivo das empresas em face da apreciação cambial de suas importações (insumos e máquinas) que apresentaram baixa elasticidade à desvalorização cambial.

Com o decréscimo do retorno sobre o patrimônio líquido, a partir de 2011, associado à forte queda do *mark-up*, ficou evidente a redução da rentabilidade das empresas brasileiras. E, embora essa tendência tenha sido parcialmente revertida a partir de meados de 2016, manteve-se muito aquém dos níveis alcançados até 2011. Ademais, contribuiu significativamente para esse quadro, de perda de rentabilidade da indústria de transformação, o desestímulo ao investimento produtivo<sup>161</sup>. (Oreiro; Paula, 2021).

---

<sup>161</sup> A queda de rendimento das empresas no Brasil se deveu, entre outros fatores, à exposição da indústria brasileira ao movimento de forte concorrência com produtos importados de países produtores, nos quais a remuneração da força de trabalho é extremamente baixa. Por outro lado, a elevação dos salários, em termos reais, acima dos ganhos de produtividade, elevou o custo unitário do trabalho numa conjuntura de sobrevalorização da taxa de câmbio, em que esse custo não pôde ser repassado aos preços dos produtos industriais. Somou-se a isso, o ajuste fiscal implementado pelo governo Dilma desde o seu início e, a partir de 2014, a forte retração dos gastos em investimentos do Grupo Petrobras, que passaram de 1,86% do PIB em 2013, para 1,41% do produto no ano seguinte.



## 6.6 Comportamento da despesa entre 2011-2018

A despesa com juros em relação ao PIB apresentou trajetória crescente a partir de 2010, quando atingiu 2,25% do produto. No ano seguinte com menor nível de atividade econômica, esses encargos atingiram 2,32%, embora a expansão dessa despesa tenha apresentado crescimento modesto de apenas 3,13%, quando comparado ao último ano do quadriênio anterior. Entre 2011 e 2014, a despesa com pagamento de juros apresentou expansão de 13,67%, o que corresponde ao avanço de 0,32% em termos de participação no produto.

No quadriênio iniciado em 2015, a participação desse item de gasto apresentou ligeiro declínio, depois de ter atingido 2,69% do PIB no primeiro ano, encerrando 2018 com 2,52% de participação no produto. Quando comparado ao primeiro ano do governo Dilma (2011), verificou-se crescimento de 8,52% no pagamento de juros. No entanto, cabe frisar que este aumento ocorreu a despeito da redução da dívida bruta, com o início dos pagamentos dos empréstimos feitos pelo TN<sup>162</sup> para o BNDES financiar principalmente projetos voltados à indústria de petróleo e gás (BNDES, 2023, [2023?]).

Durante o quadriênio encerrado em 2018, a participação das despesas com pagamento de juros em relação ao dispêndio total apresentou crescimento de 15,19%. No entanto, a participação no total dos gastos apresentou redução entre o primeiro e o segundo ano, quando passou de 8,94% para 7,83%, fazendo novamente uma ligeira inflexão, aproximando-se de 8% no terceiro ano e elevando-se para 10,30% em 2018. Esse aumento da participação no total das despesas ocorreu no contexto de redução da taxa básica de juros, uma vez que a Selic mensal-anualizada passou de 14,15% em dezembro de 2015 para 13,65% no ano seguinte, 7,0 % em 2017 e 6,40% no último ano.

Cabe frisar que o aumento da participação dos gastos com juros nos dois últimos anos se verificou sob a vigência da EC nº 95/2016. Contudo, a devolução dos empréstimos realizados ao BNDES na tentativa de reduzir a dívida bruta, fez com que parte dos ativos financeiros que funcionavam como redutores da dívida fossem diminuídos, isto contribuiu para elevar a relação DLSP/PIB do governo geral, que passou de 37,90% em dezembro de 2015 para 47,77% em

---

<sup>162</sup> Entre 2008 e 2014, o TN emprestou ao BNDES R\$ 440,8 bilhões. Desse total, foram repassados para a PETROBRAS R\$ 46.883,1 bilhões. O estoque de dívidas do BNDES com o TN distribuiu-se do seguinte modo: em 2015, R\$ 487 bilhões; em 2016, R\$ 404 bilhões; em 2017, R\$ 380 bilhões e em 2018, R\$ 271 bilhões em valores constantes de 31/12/2022. As devoluções realizadas pelo BNDES em valores correntes (devolução antecipada mais juros) se distribuíram da seguinte forma: em 2015, R\$ 24,67 bilhões; em 2016, R\$ 119,38 bilhões; em 2017, R\$ 52,59 bilhões e em 2018, R\$ 131,01 bilhões.

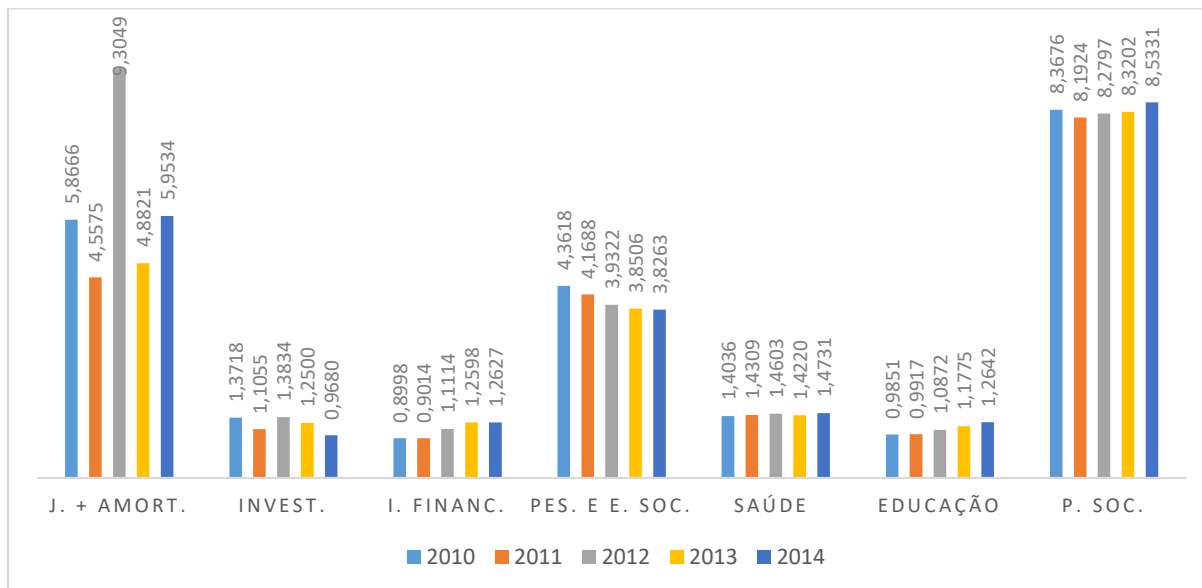
2016, 53,23% em 2017, atingindo 54,72% em dezembro de 2018, conforme dados constantes das séries temporais do BCB.

**Tabela 49 – Despesa com juros e encargos, amortização, refinanciamento, investimentos, inversões financeiras, gastos com pessoal, saúde educação e previdência social: 2010 -2018 - (em % do PIB e % do gasto total)**

Ano	Juros e encargos		Amortização		Juros + Amort.		Refinanciamento		Investimentos	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
2010	2,2480	8,2217	3,6187	9,4436	5,8666	17,6653	9,6099	25,0787	1,3718	3,5800
2011	2,3189	7,9037	2,2386	5,9055	4,5575	13,8092	10,9535	28,8950	1,1055	2,9163
2012	2,6268	7,4266	6,6781	17,6806	9,3049	25,1072	6,2099	16,4410	1,3834	3,6625
2013	2,6744	7,4604	2,2077	6,1969	4,8821	13,6574	8,6096	24,1669	1,2500	3,5087
2014	2,6358	7,5174	3,3176	9,2955	5,9534	16,8129	10,6735	27,1874	0,9680	2,4657
2015	2,6926	8,9437	3,0350	8,5919	5,7276	17,5356	9,5383	24,5479	0,6258	1,6107
2016	2,6015	7,8385	4,3308	11,4192	6,9323	19,2577	10,4289	24,9988	0,6074	1,4562
2017	2,5502	7,9998	4,8650	12,6159	7,4153	20,6157	7,0250	18,2171	0,6839	1,7733
2018	2,5164	10,3019	4,7995	12,3862	7,3159	22,6881	6,4276	16,5894	0,6288	1,6229
Ano	Inversões financeiras		Pessoal e encargos sociais		Saúde		Educação		Previdência social	
	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
2010	0,8998	2,3481	4,3618	11,3830	1,4036	3,6629	0,9851	2,5709	8,3676	21,8368
2011	0,9014	2,3779	4,1688	10,9971	1,4309	3,7747	0,9917	2,6160	8,1924	21,6112
2012	1,1114	2,9424	3,9322	10,4107	1,4603	3,8663	1,0872	2,8784	8,2797	21,9211
2013	1,2598	3,5361	3,8506	10,8085	1,4220	3,9914	1,1775	3,3053	8,3202	23,3544
2014	1,2627	3,2163	3,8263	9,7464	1,4731	3,7523	1,2642	3,2202	8,5331	21,7354
2015	1,0885	2,8014	3,9453	10,1536	1,5497	3,9882	1,3342	3,4338	9,0014	23,1661
2016	1,1323	2,7142	4,0896	9,8029	1,5755	3,7766	1,3550	3,2480	9,4735	22,7086
2017	0,9837	2,5508	4,2804	11,0997	1,5401	3,9938	1,3459	3,4900	9,9387	25,7728
2018	0,9680	2,4981	4,2059	10,8543	1,5385	3,9705	1,2982	3,3503	9,7323	25,1165

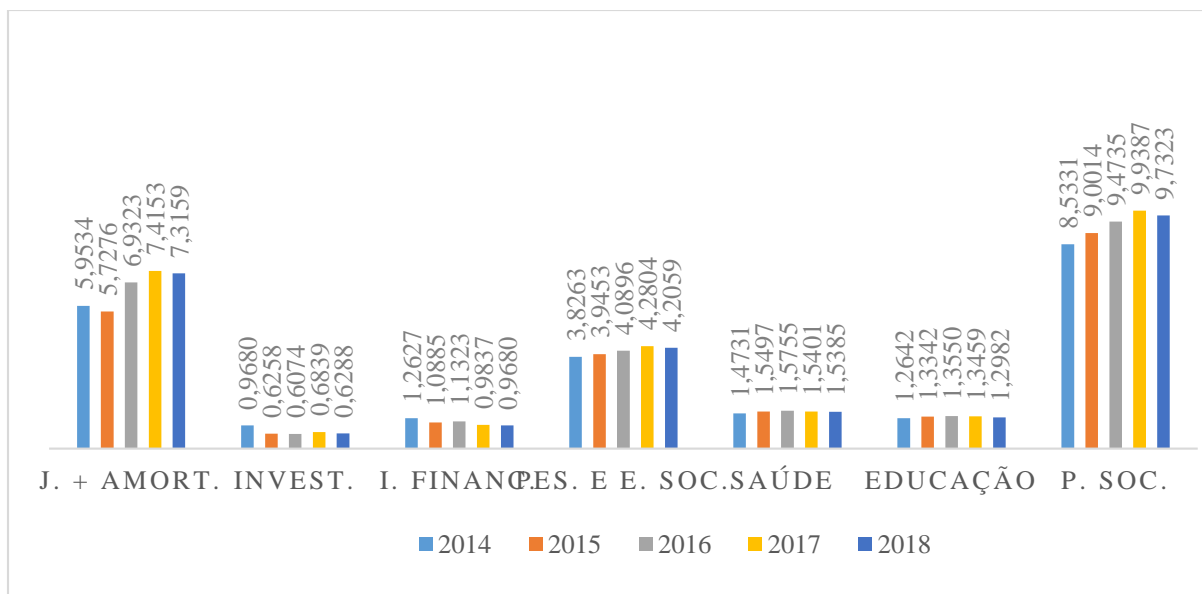
**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2010-2018).

**Gráfico 39 – Despesas com juros + amortização, investimento, inversões financeiras, pessoal e encargos, saúde, educação e previdência social: 2010-2014 (em % do PIB)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2010-2014).

**Gráfico 40 – Despesas com juros+amortização, investimento, inversões financeiras, pessoal e encargos sociais, saúde, educação e previdência social: 2014-2018 (em % do PIB)**



**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2014-2018).

Segundo o documento *Austeridade e Retrocesso* (2016, p. 12), o endividamento no final do primeiro mandato da presidente Dilma, não poderia ser avaliado como o detonador de uma crise fiscal, como alardeado pela mídia corporativa que ecoava a opinião de economistas ligados ao mercado financeiro.

Havia sim, condições financeiras para realizar uma política anticíclica que ampliasse o investimento público e o gasto social para impedir que a desaceleração cíclica se transformasse em uma depressão. À época a necessária e esperada desvalorização cambial apenas contribuiria para reduzir o patamar da dívida líquida, ampliando o espaço fiscal para políticas de estímulo ao crescimento.

Como destaca o mesmo documento:

Apesar da redução substancial da dívida líquida, na última década a dívida bruta manteve-se relativamente estabilizada e passou a crescer a partir de 2013. Diferentemente do senso-comum, essa dinâmica da dívida bruta não é explicada pela “gastança do governo” ou o resultado primário, mas principalmente pela acumulação de ativos por parte do Estado como a acumulação de reservas cambiais e de créditos junto ao BNDES (Austeridade [...], 2016, p. 12).

A acumulação de ativos e passivos com elevado diferencial de rendimento a favor do segundo, esclarece a razão pela qual o dispêndio com juros elevou-se a partir de 2011. “Em 2015, somando-se os custos de oportunidade da manutenção das reservas internacionais e dos créditos ao BNDES com o resultado das operações de *swaps* cambiais, chegamos a 4,9% do PIB.” (Austeridade [...], 2016, p. 12).

Quando somados juros mais amortização, verifica-se na Tabela 49 e nos Gráficos 39 e 40 que a sua participação conjunta apresentou crescimento a partir de 2014, quando passou de 5,95% do produto para 7,32% do PIB. Cabe esclarecer que nesse período observou-se crescimento negativo do produto nos anos de 2015 (-3,55%) e 2016 (-3,28%), seguido de baixo crescimento nos dois últimos anos do quadriênio 2015-2018. Isso explica, em parte, o aumento do gasto em relação ao produto verificado naqueles anos, uma vez que na relação despesa/PIB, o denominador se retraiu nos dois primeiros anos, voltando a ter crescimento pouco expressivo nos dois últimos. Isso confirma que não havia uma trajetória excessiva de gastos financeiros, considerando-se a importância da manutenção das reservas internacionais e dos empréstimos ao BNDES para financiar a política anticíclica de investimentos.

A participação no total das despesas do agregado juros e amortizações apresentou tendência nítida de crescimento a partir de 2014, numa conjuntura de retração e ou baixo crescimento do produto, com seus reflexos sobre a arrecadação tributária e a consequente redução dos gastos nas demais rubricas. Isso reflete o tipo de ajuste fiscal permanente que limita os demais gastos, na tentativa de melhorar o resultado primário, porém sem estabelecer limites para as despesas financeiras em crescimento continuado, herdado do tipo de estabilização fiscal vigente desde a segunda metade do ano de 1999, quando foi implantado o RMI.

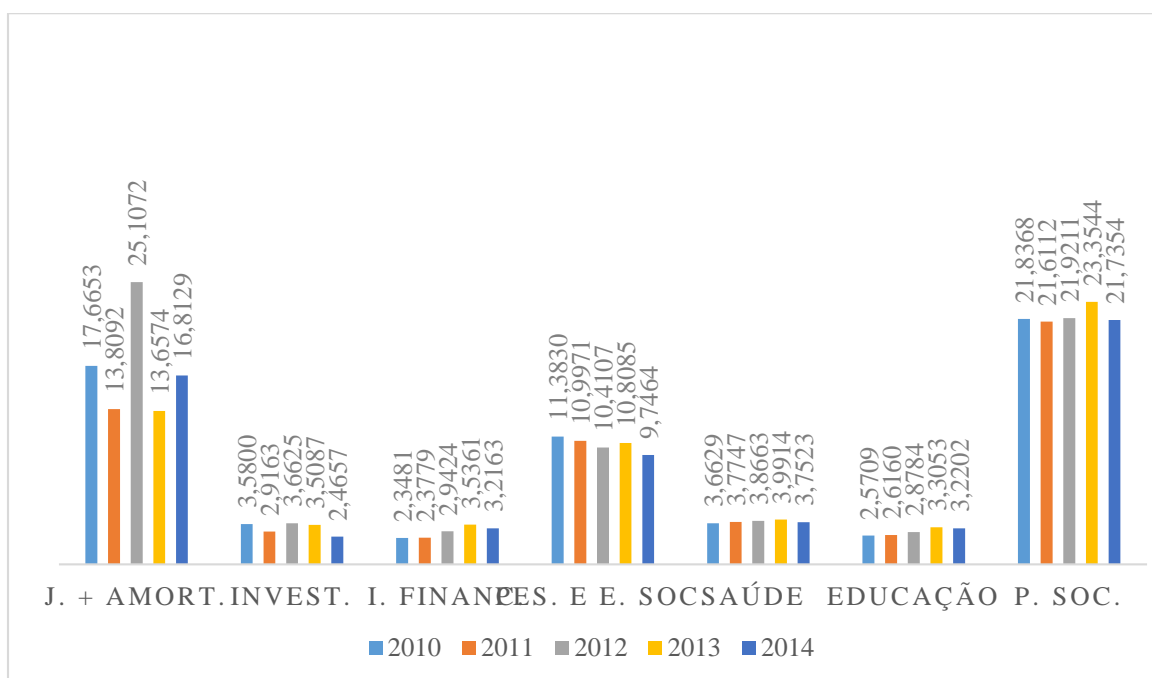
Ao analisar as causas da deterioração fiscal no governo Dilma, Saad Filho; Morais (2018, p. 179) afirmam:

A desaceleração econômica e o desperdício de receitas tributárias foram os principais motivos da deterioração fiscal no governo Rousseff. O custo dos subsídios federais aumentou de 0,2% do PIB em 2012 para 0,5% em 2015; durante esse período, o investimento do setor público caiu 0,5% do PIB. Uma vez que o efeito multiplicador do investimento público é muito superior ao impacto expansionista dos subsídios (ou seja, o PIB responde muito mais fortemente ao investimento do governo que aos subsídios dados ao capital privado), o efeito líquido das políticas do governo foi – mais uma vez – contracionista.

O gasto com investimento teve sua participação no produto reduzida a menos de uma unidade a partir de 2014, ano em que o PIB cresceu apenas 0,50%. Nos dois anos seguintes, com crescimento negativo, a participação declinou para 0,63% e 0,61%, o que correspondeu a uma queda de 49,93% e 51,40% em comparação ao ano de 2013. Nos últimos dois anos do quadriênio 2015-2018, a participação do investimento não ultrapassou 0,68% e 0,63%, confirmando que a variável de ajuste levada a cabo pelo governo Temer foi o investimento, numa conjuntura de reforço da política macroeconômica neoliberal do governo, cujo chefe do executivo galgou a Presidência da República pela via do golpe *jurídico-midiático-parlamentar*.

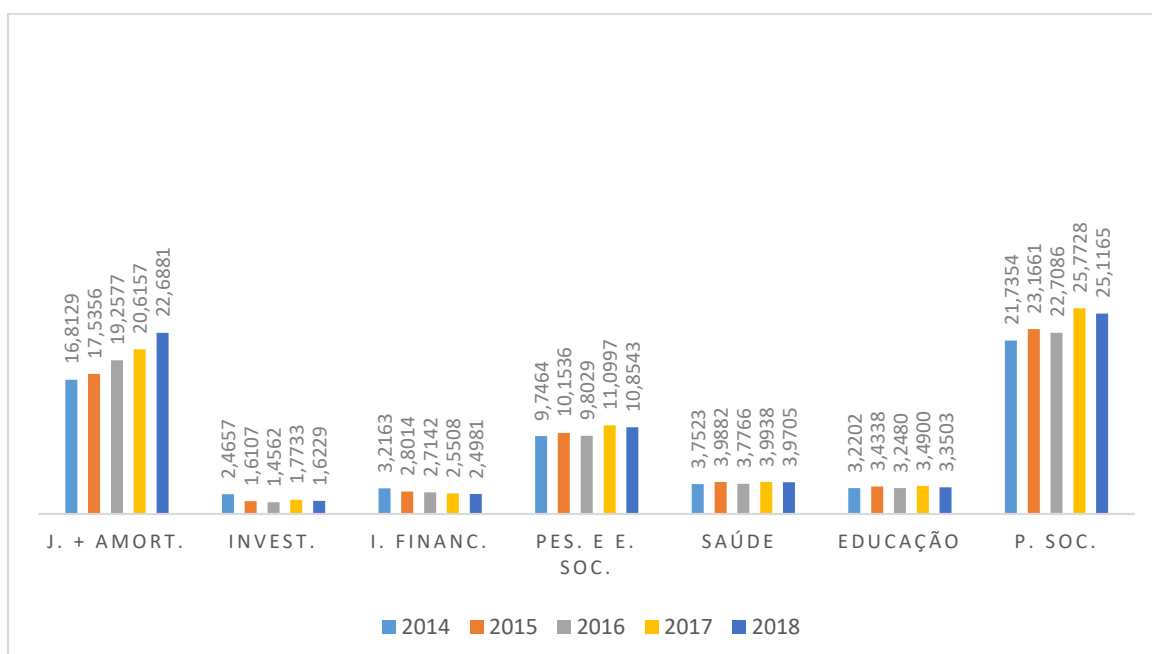
A participação do investimento no total dos dispêndios também declinou a partir de 2014, quando apresentou queda de 29,73% em relação ao ano anterior, passando de 3,51% para 2,47%. Nos dois anos seguintes, essa tendência foi aprofundada com queda de 54,09% e 58,50% em relação a 2013, o que correspondeu às participações de 1,61% e 1,46% no total dos gastos. Nos dois últimos anos do quadriênio encerrado em 2018, a participação na despesa total foi 1,77% e 1,62%. Ou seja, não se verificou aumento significativo do investimento em relação às demais despesas, reiterando a utilização do investimento como variável de ajuste, com a compressão das despesas não vinculadas, nas sucessivas rodadas de consolidação fiscal, exigidas pela política macroeconômica ortodoxa (Gráfico 41 e 42).

**Gráfico 41 – Despesas com juros+amortização, investimento, Inversões financeiras, saúde, educação e previdência social: 2010-2014 (em % da despesa total)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2010-2014).

**Gráfico 42 – Despesas com juros+amortização, investimento, Inversões financeiras, saúde, educação e previdência social: 2014-2018 (em % da despesa total)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2014-2018).

Outro item de despesa corrente, que apresentou aumento da participação no PIB, foi o gasto com pessoal e encargos sociais, alcançando um dispêndio médio de 3,94% entre 2011 e

2014. No quadriênio seguinte, a média de gastos elevou-se para 4,13% do produto. Essa elevação pouco significativa da média (0,19%) ocorreu no contexto de duas quedas consecutivas do produto (2015 e 2016) e do baixo crescimento verificado em 2017 e 2018, correspondente a 1,32% e 1,78% respectivamente. Portanto, não ocorreu a tão propalada explosão dos gastos com pagamento de pessoal, como sustenta a crítica superficial dos representantes do *mainstream* amplamente divulgada por intermédio da mídia convencional. A média da participação no total dos gastos permaneceu estável (-0,01) entre 2011-2014 e 2015-2018. Segundo o documento *Austeridade e Retrocesso* (2016, p. 13):

Estes crescem sistematicamente abaixo do PIB e tiveram sua menor taxa de expansão real justamente no governo Dilma I (menos 0,3%), ao contrário do que ocorre, por exemplo, nos estados e municípios, onde o gasto com salários e aposentadorias dos servidores tem crescido a 5,5% ao ano, independentemente da coloração partidária do governante.

O gasto com saúde em relação ao produto apresentou crescimento insignificante, do primeiro mandato da presidente Dilma, para o quadriênio encerrado em 2018. Durante os primeiros quatro anos, a média do dispêndio em relação ao PIB situou-se em 1,45%, atingindo 1,55% no segundo quadriênio. Essa pequena elevação de 0,10% ocorreu no contexto de retração do produto, em 2015 e 2016 e de reduzido crescimento verificado nos dois últimos anos, não correspondendo efetivamente, ao crescimento real do volume de recursos dispendidos com essa rubrica.

No período de 2011 a 2014, a participação do gasto com saúde no total dos dispêndios situou-se em torno de 3,83%. No quadriênio encerrado em 2018, a participação no total dos gastos se manteve praticamente estável (acréscimo de 0,12 %), elevando-se para 3,95%. Tanto a manutenção da participação no produto, quanto no total das despesas se deveu em grande medida aos dispositivos legais de vinculação das receitas para essa área, o que funcionou como limitador do recuo da participação no produto e no total dos gastos em 2017 e 2018, mesmo sob a vigência de governo comprometido com a sustentação e valorização da riqueza financeira em detrimento dos gastos sociais.

As despesas com educação como proporção do PIB foram em média de 1,13% no quadriênio encerrado em 2014. No período 2015-2018, a participação no produto apresentou pífio aumento, atingindo a média de 1,33% o que correspondeu a uma elevação de 0,20%. Esse aumento de participação no produto, durante o segundo quadriênio, ocorreu no contexto de crescimento negativo nos dois primeiros anos e de uma expansão muito reduzida nos dois últimos anos, sobretudo ao se considerar que a variação positiva do produto em 2017, verificou-

se em comparação a um recuo de 3,28% no ano imediatamente anterior, o que não corresponde a incremento real de recursos.

Quando comparado ao total das despesas, o dispêndio médio com educação no primeiro mandato da presidente Dilma situou-se em torno de 3,01%, elevando-se para 3,38 no período 2015-2018, o que representou um avanço insignificante de 0,37% em relação ao total do dispêndio. Também nessa rubrica, o recuo da participação no PIB não se consumou por completo somente pela existência de vinculação constitucional de recursos.

Os artifícios utilizados para redução das despesas obrigatórias já estavam em curso, com seus impactos negativos mesmo antes da vigência da EC nº. 95/2016. Esse processo de cortes de investimento na área da educação foi iniciado ainda no governo Dilma, em 2015, conforme apontam dados atualizados constantes de pesquisas na área da educação superior. Em 2015 houve redução de 68% do total de recursos destinados a investimento nas sessenta e três universidades federais, fazendo com que a dotação de R\$ 2,8 bilhões fosse reduzida para pouco mais de R\$ 900 milhões.

No ano seguinte, os recursos destinados às outras despesas correntes das universidades federais foram reduzidos a R\$ 8 bilhões, o que representou uma redução de 13%, quando comparado aos recursos destinados ao custeio geral no ano de 2014. O total de recursos da educação superior, já sob o impacto dos contingenciamentos do governo Dilma, serviu de parâmetro para a fixação dos gastos a partir da vigência da EC nº. 95/2016. Os cortes efetivados na Lei Orçamentária Anual (LOA) provocaram, em 2018, uma redução de recursos liquidados da função educação, 17% menor do que o verificado em 2016 (SILVA *et al.*, 2023).

Entre 2011 e 2014 a participação média das despesas previdenciárias no PIB foi de 8,33%, elevando-se para 9,54% no quadriênio encerrado em 2018, o que representou uma elevação de 1,21% da participação no produto, entre o primeiro mandato da presidente Dilma em relação ao período subsequente, marcado por dois anos seguidos de retração do produto e crescimento pouco expressivo nos dois últimos anos. Há que se considerar que o país enfrenta um processo de envelhecimento da sua população e também que a concessão de benefícios (principalmente aposentadorias e pensões) se tornou mais rápida, fazendo com que mais facilmente um contingente maior de segurados pudessem acessar os benefícios em função das mudanças administrativas, a exemplo da abertura de um maior número de postos de atendimento do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS), iniciada ainda no primeiro mandato do governo Lula.



Quando analisada a participação dessa rubrica no total dos gastos, identifica-se uma expansão de 2,04%, tendo passado da média de 22,16% para 24,19% entre 2011-2014 e o quadriênio subsequente. A elevação no total das despesas e principalmente em relação ao PIB se deveu em grande parte à política de valorização real do salário mínimo<sup>163</sup> que teve crescimento superior ao IPCA. É importante ressaltar, que o crescimento do quantitativo de benefícios concedidos, a natureza desses gastos, maior grau de formalização da força de trabalho e vigência dos direitos consagrados na Constituição de 1988, contribuíram para que esses gastos sociais não fossem submetidos aos contingenciamentos e às regras impostas pela EC nº. 95/2016, tendo sido garantida a manutenção do seu crescimento continuado.

Ainda que esses gastos tenham sido mantidos, não ficaram imunes aos ataques perpetrados pelo bloco de poder político e econômico hegemônico, a partir do golpe de 2016. As reformas neoliberais e a política macroeconômica, fortemente contracionista, atingiram os direitos trabalhistas com a liberalização (precarização) das relações de trabalho e emprego e avançaram na contrarreforma da previdência social, embora esta tenha sido aprovada somente no governo seguinte. A imposição de forte ajuste fiscal ortodoxo se confronta ainda com dispositivos constitucionais que garantem direitos sociais, ameaçando permanentemente as classes trabalhadoras e suas condições de subsistência.

Segundo Saad Filho; Morais (2018, p. 239-240):

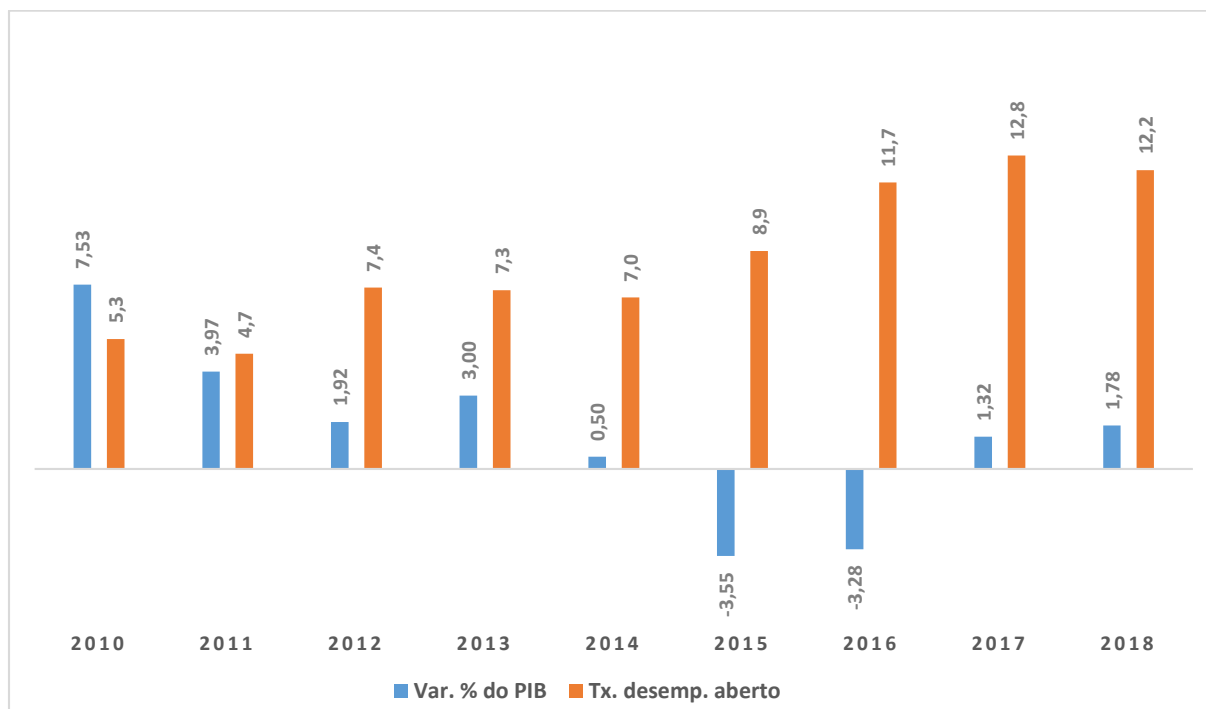
A tragédia política que se desenrola no Brasil é sintomática de algo muito maior que uma disputa entre facções criminosas pelo espólio do Estado. Da mesma forma, o *impeachment* de Rousseff não foi apenas o fim atribulado de um governo falido ou resultado de um ataque selvagem ao PT. Esses processos demonstram o esforço das elites neoliberais em destruir o frágil equilíbrio constitucional entre a expansão da cidadania e a reprodução do privilégio, e a tentativa de transformar o igualmente frágil equilíbrio entre democracia e neoliberalismo que definiu a vida política brasileira desde o fim da ditadura militar, em 1985. A Constituição tornou-se pequena demais para acomodar dois princípios contraditórios, e as elites brasileiras sentiram que chegou a hora de impor sua escolha.

## 6.7 Trajetória dos principais indicadores sociais no período 2011-2018

No quadriênio iniciado em 2011, o crescimento médio do produto foi de 2,35%, o que representou um recuo de 2,29% em comparação com o período 2007-2010 (Gráfico 20), ou seja, a expansão média do produto foi de apenas 50,65% da verificada no quadriênio anterior (Gráfico 43).

---

<sup>163</sup> Por força de dispositivo constitucional o piso das aposentadorias e pensões é vinculado ao valor do salário mínimo.

**Gráfico 43 – Variação do PIB e taxa de desemprego aberto (2010-2018)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

Cabe ressaltar que em 2014 o crescimento do PIB foi de apenas 0,5%. No final daquele ano, já havia sido iniciado o ajuste fiscal ortodoxo, aprofundado no ano seguinte. Como pode ser observado no gráfico acima, a taxa de desemprego acompanhou a evolução do PIB no período, situando-se na média de 6,6%. O desempenho do produto e, por consequência, a taxa de desemprego no período, refletiram a política de redução dos investimentos levada a cabo pelo governo Dilma, desde o seu primeiro mandato quando foram priorizados os incentivos e subsídios em detrimento do gasto público direto com potencial multiplicador muito mais elevado.

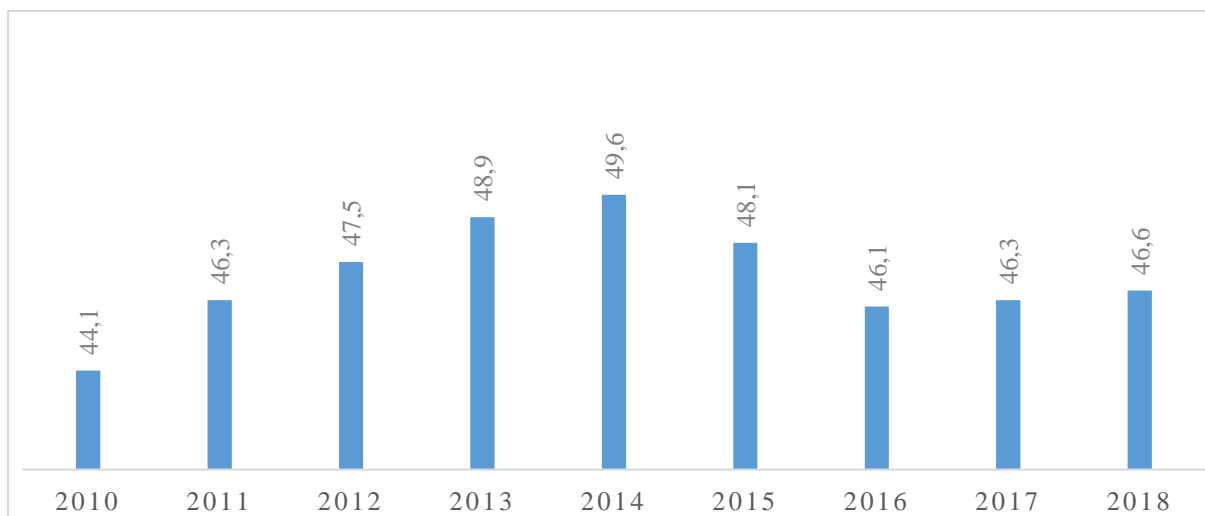
No quadriênio encerrado em 2018, o PIB apresentou média negativa de 0,93%. Os dois primeiros anos foram marcados por retração de 3,55% e de 3,28% seguidos pelo baixo crescimento 1,32% e 1,78%, o que representou um recuo de 3,22% em relação à média do período imediatamente anterior, que já apresentara crescimento pouco significativo. No mesmo período, a taxa de desemprego apresentou média de 11,4%, ou seja, ficaram explícitos o aprofundamento dos efeitos deletérios sobre o emprego e os salários. Nesse período a taxa de desemprego aberto se expandiu em 4,8%, deixando claro o impacto negativo do ajuste

considerado como sendo expansionista, no médio e longo prazo, pelos seus operadores nas instâncias decisórias do aparelho de Estado e seus correspondentes no *mercado*.

Os dados constantes do Gráfico 44 mostram o crescimento da geração de empregos formais no primeiro governo Dilma (2011-2014), a despeito do baixo crescimento do produto e da política econômica que privilegiou desonerações e subsídios em detrimento do investimento, com maior potencial de irradiação dos seus efeitos para a economia como um todo. Nesse quadriênio, a média do número de empregados com vínculo formal atingiu 48,1 milhões, recuando para 46,8 milhões no quadriênio encerrado em 2018, o que representou um decréscimo de 1,3 milhão de postos de empregos formais.

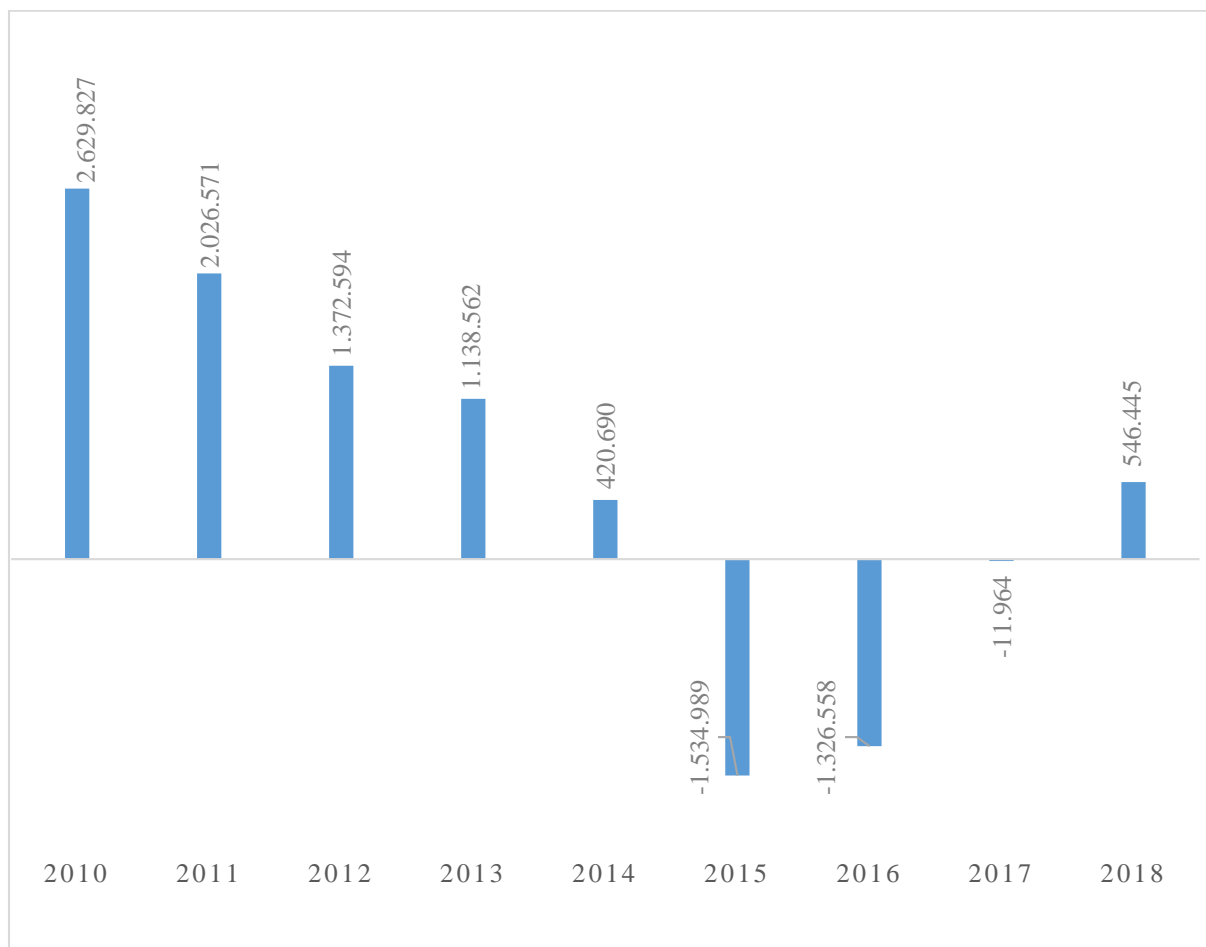
Nos três primeiros anos do quadriênio, o número de empregos formais se expandiu em mais de um milhão por ano. Em 2014, foram criados 700 mil novos postos de empregos formais. Cabe ressaltar que essa criação de novos postos de trabalho formalizados ocorreu preponderantemente no setor de serviços, cujos salários tendem a ser inferiores ao setor industrial, que àquela altura se mostrava incapaz de atender toda a demanda interna por produtos industrializados, crescentemente substituídos por importações. Sendo insuficiente o investimento no setor industrial, a renda que decorria do aumento da massa salarial resultante do crescimento dos postos de trabalho, acabou por *vazar* da economia nacional para o exterior, evidenciando o limite da articulação do setor industrial brasileiro com os diferentes segmentos da cadeia produtiva e com o próprio mercado interno.

No período 2015-2018, o decréscimo na geração de postos de trabalho refletiu o aprofundamento do ajuste neoliberal de forma mais intensa, com o número de empregos formais recuando de forma constante em comparação ao ano de 2014 em 1,5, 3,5, 3,3 e 3 milhões entre o primeiro e o último ano do quadriênio.

**Gráfico 44 – Número de empregados com vínculo formal (em milhões)**

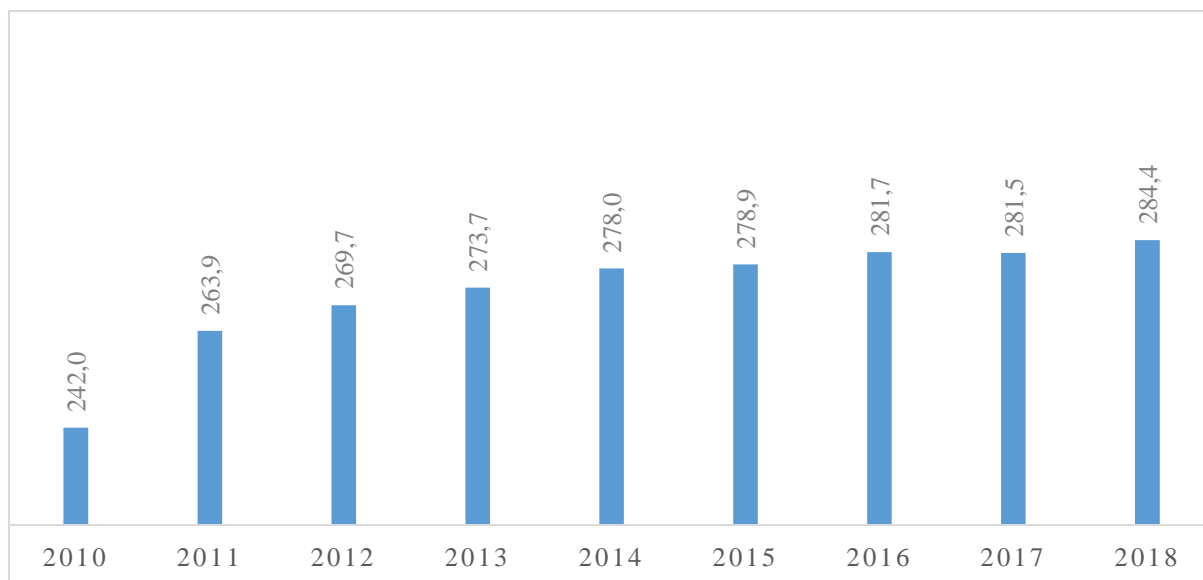
**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

O Gráfico 45 demonstra em números absolutos o que foi evidenciado no Gráfico 44. A média da geração líquida de postos de trabalho (celetistas) que fora de 1.239.604 no período de 2011-2014, se inverte para uma redução média de 581.767 postos no período subsequente, tornando claro que, entre o primeiro e o segundo mandato (inconcluso), a alteração da política econômica com o reforço da austeridade como princípio basilar somente degradou as condições de emprego e renda. No segundo quadriênio, o ajuste foi suportado preponderantemente pela classe trabalhadora, uma vez que para a ortodoxia não era aceitável o baixo nível de desemprego atingido em 2014.

**Gráfico 45 – Geração líquida de postos de trabalho (celetistas) - n° de Postos de Trabalho**

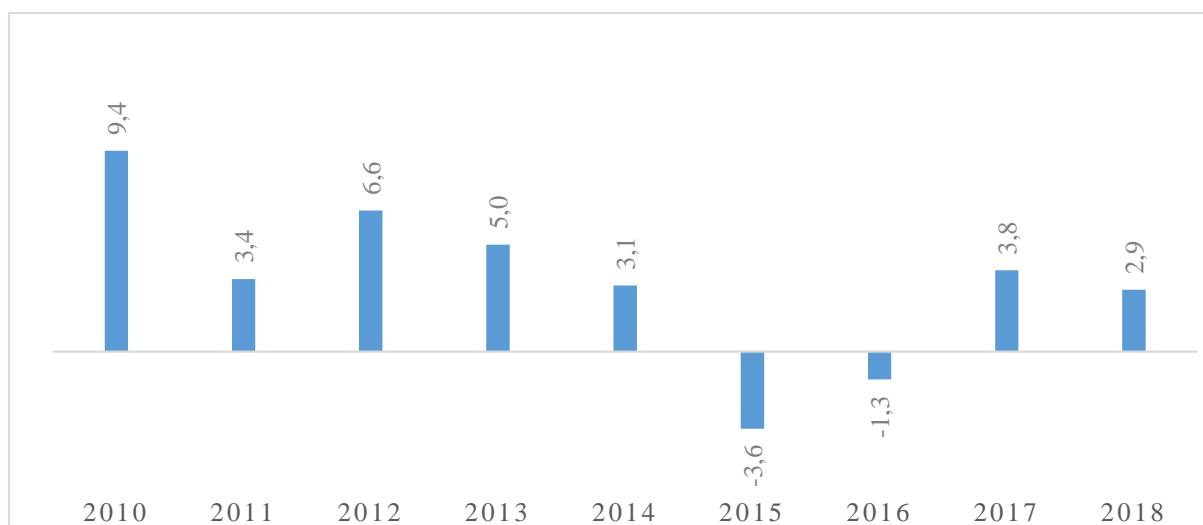
**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

A política salarial implementada no segundo governo Lula, que garantia o reajuste do salário mínimo baseado na variação do INPC acumulado no ano anterior, acrescido da taxa de variação real do PIB apurada dois anos antes, garantiu o crescimento do salário mínimo real, que passou de 263,9% em 2011 para 278,0% em 2014, considerando o ano base de 1994. No quadriênio encerrado em 2018, o crescimento real se manteve nos dois primeiros anos, tendo alcançado 278,9% e 281,7%, em 2015 e 2016 respectivamente, apresentando discreta redução em 2017 e elevando-se para 284,4% em 2018, a despeito do crescimento real negativo do PIB, verificado nos dois primeiros anos daquele quadriênio, como consta no Gráfico 46.

**Gráfico 46 – Evolução do salário mínimo real\* - (Ano Base 1994 = 100)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

**Nota:** \* Deflacionado pelo INPC.

**Gráfico 47 – Massa salarial real - evolução anual (%)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

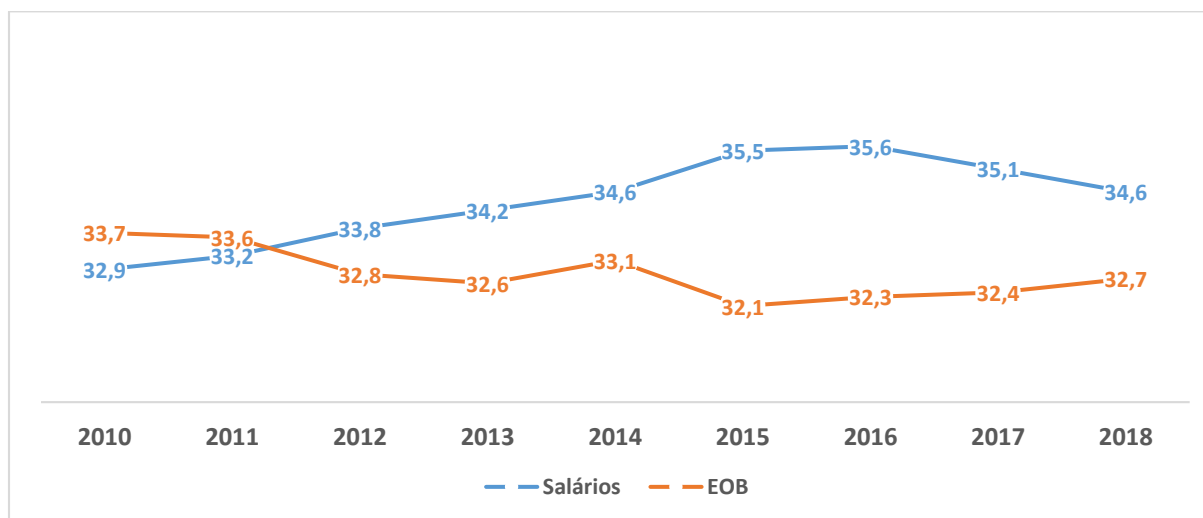
A massa salarial que apresentou média de crescimento anual de 4,53% no quadriênio encerrado em 2014, recuou para 0,45% no período 2015-2018, representando um decréscimo de 4,08%, como demonstrado no Gráfico 47. No segundo quadriênio, observou-se dois anos seguidos de redução da massa salarial (3,6% e 1,3% em 2015 e 2016 respectivamente), acompanhando o crescimento negativo do produto no período marcado pelo recrudescimento da política contracionista.

A participação dos salários no PIB cresceu continuamente entre 2011 e 2014, passando de 32,9% para 34,6%, no contexto de expansão reduzida do produto. Nesse mesmo período o

Excedente Operacional Bruto (EOB) passou de 33,6% para 33,1%, sendo ultrapassado pelos salários a partir de 2011. Isso se deveu em grande parte à política de valorização do salário mínimo, que serve de referência para as remunerações na maior parte do setor privado, bem como ao aumento do emprego formal.

No quadriênio seguinte, a participação dos salários continuou se expandindo a despeito da retração econômica vivenciada em 2015 e 2016, alcançando 35,5% e 35,6%, voltando a cair em 2017 e 2018, quando atinge 35,1% e 34,6%, respectivamente. A manutenção e/ou pequeno crescimento da participação dos salários nos dois primeiros anos, se deveu principalmente à política que viabilizava o crescimento do salário mínimo acima da inflação e a própria retração do produto no período. Nos dois últimos anos, com as mudanças operadas na política de reajuste do salário mínimo e o início da vigência da Lei nº 13.467, de 13 de julho de 2017, que alterou a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) e também a nova Lei da Terceirização (Lei nº 13.429, de 31 de março de 2017), a participação dos salários voltou a decair, passando de 35,1% para 34,6%, conforme os dados constantes do Gráfico 48.

**Gráfico 48 – Participação dos salários e do excedente operacional bruto no PIB (%)**



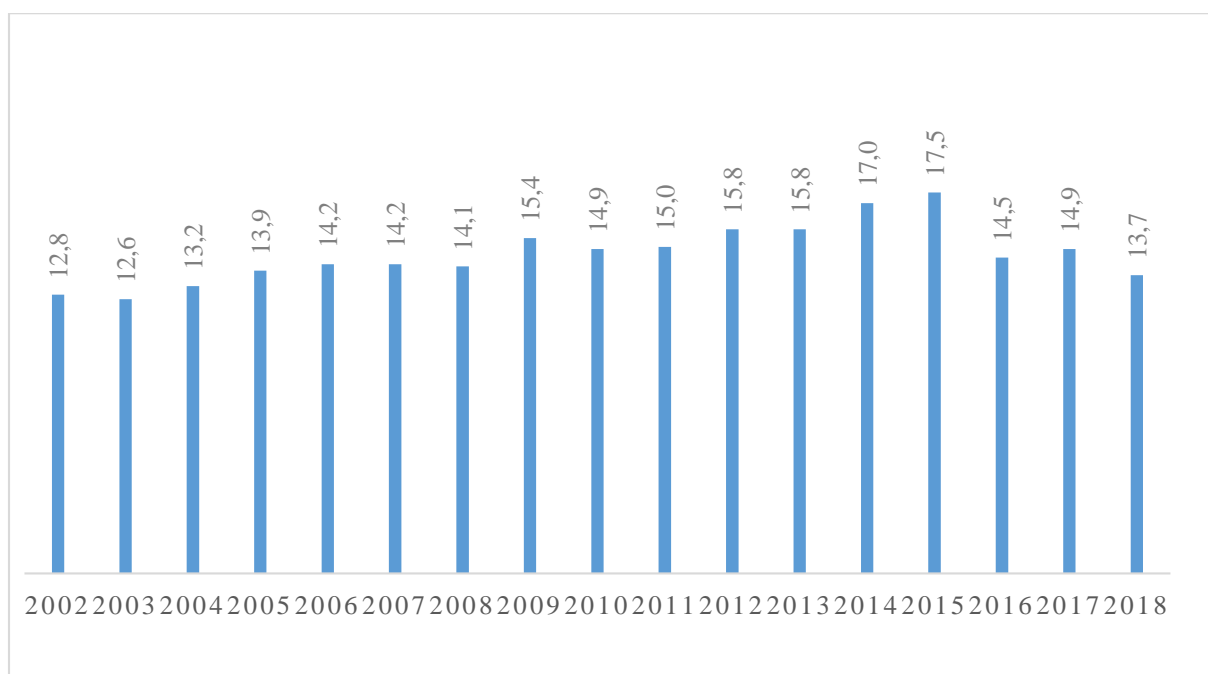
**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

Os dados constantes do Gráfico 49 são expressivos para que se avalie o movimento contraditório do governo Dilma que, por um lado promoveu um ajuste fiscal no seu primeiro mandato e o aprofundou no segundo, modificando a prioridade do gasto público em favor do setor privado (incentivos fiscais e subsídios). Mas, por outro lado, não apenas manteve como ampliou os gastos sociais nos seus seis anos completos de mandato. O volume de dispêndio destinado à população de baixa renda somente sofreu redução a partir de 2016, quando seu

mandato foi interrompido. O gasto social passou de 15,0% do PIB em 2011 para 17,5% em 2015.

Nos anos subsequentes do quadriênio 2015-2018, a queda do gasto foi expressiva, denotando a mudança substancial da prioridade concedida às políticas sociais pelo governo Temer. O Gráfico 50 é ilustrativo dessa tendência do governo Dilma, ao ampliar o número de famílias atendidas pelo Programa Bolsa Família no contexto de redução da pobreza. Do mesmo modo, mais uma vez se evidencia que o governo Temer assumiu a direção do País, fazendo um aprofundamento ainda maior da política ortodoxa do que aquele iniciado no segundo mandato da presidente Dilma.

**Gráfico 49 – Trajetória do gasto social federal total - 2002-2018 (% do PIB)**

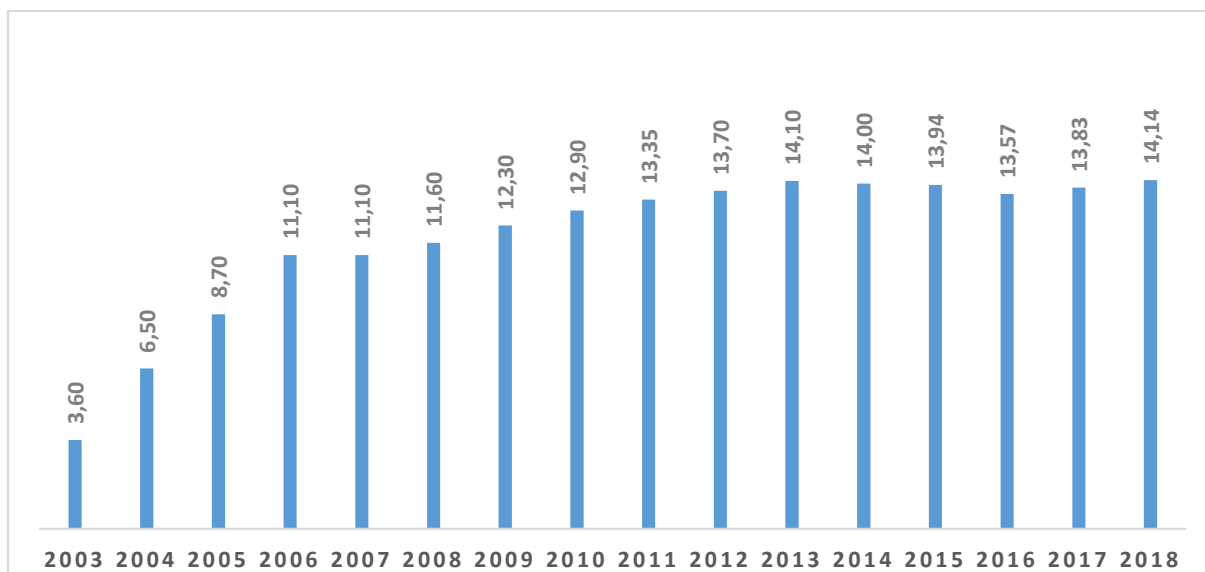


**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

**Nota:** \* STN 2002 A 2017 – Portal da Transparência – Controladoria-Geral da União (CGU) para as despesas sociais a preços correntes e Ipeadata para o PIB a preços de mercado (valores correntes).

\* Observações: para o período 2016/2018 os valores foram estimados a partir dos dados do portal da transparência relativos às despesas executadas em cada ano em relação às seguintes funções: Educação, Saúde, Previdência Social, Assistência Social e Trabalho.



**Gráfico 50 – Bolsa Família - famílias atendidas (em milhões)**

**Fonte:** Elaboração própria a partir de dados do Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI (Gomes; Cruz, 2022).

O balanço político e econômico do governo Dilma e do governo Temer aponta uma tendência histórica que se repete nas relações estabelecidas entre as classes sociais no Brasil. A aliança permanente entre o bloco político e econômico no poder (frações da burguesia) e a burguesia internacional consolidou-se com o uso de todos os aparelhos de hegemonia privados, para manter sob controle a classe média e sob seu domínio e exploração a classe trabalhadora. O episódio do *impeachment* da presidente Dilma Rousseff deixou explícito o uso político do *binômio inflação-corrupção* como pretexto sempre utilizado pelas forças de direita e extrema direita para confrontar governos com políticas de desenvolvimento econômico e social, que visassem reduzir a desigualdade e ampliassem o espaço de participação dos movimentos sociais organizados e das classes populares, em geral, na definição de políticas de cunho universal mais expandidas.

Tanto a inflação quanto a corrupção serviram ao longo da história política e econômica do Brasil, para justificar a política econômica ortodoxa apresentada como mecanismo de combate ao *excesso de gasto público* diagnosticado como causador da inflação junto com a política monetária expansionista<sup>164</sup>. No caso da corrupção, seu uso foi instrumentalizado pelos setores liberais, sem projeto de desenvolvimento nacional, como justificativa para a defesa da retirada do Estado e a entrega do controle e expansão da infraestrutura econômica ao capital,

<sup>164</sup> As políticas fiscal e monetária ortodoxas que aparentemente são apresentadas como indispensáveis para controlar a inflação, possuem como objetivo não explícito conter o emprego e por consequência *disciplinar* a força de trabalho, mediante a ameaça da elevação do desemprego.

abrindo espaço de valorização da riqueza, sob a forma rentista como tem se revelado as *concessões e parcerias público-privadas*.

Prado (2022, p. 146) explicita os fundamentos da ortodoxia para justificar a teoria da inflação.

[...] a teoria da inflação encontra-se agora fundada na estrutura social do modo de produção capitalista e em sua lógica de reprodução. A teoria que funda a inflação na expectativa de inflação e que visa servir a prática utilitária da gestão – relativamente cega – do sistema faz parte das vulgaridades que proliferam na “melhor” teoria econômica. Esta, como se sabe, é produzida principalmente nas “escolas de ponta” dos Estados Unidos, sendo então adotadas acriticamente nos cursos no Brasil em que predomina o ensino nos moldes daquele praticado nesse país específico.

Para que o debate sobre o combate à corrupção não seja instrumentalizado pelas forças populistas de direita, Saad Filho; Morais (2018, p. 241) propugnam:

É óbvio que a esquerda deve rejeitar a corrupção e reprimir práticas corruptas no governo; deve, também, rejeitar o neoliberalismo como sistema de acumulação. A oposição ao neoliberalismo, contudo, não deve ser reduzida a questões de corrupção, uma vez que o neoliberalismo deve ser combatido mesmo que seja implementado honestamente. Do mesmo modo, iniciativas políticas ou administrativas com foco na “corrupção em geral” devem ser repelidas porque são vulneráveis à cooptação pela direita política. Por sua vez, as iniciativas progressistas contra a corrupção devem ter conteúdo concreto, incluindo arranjos legais que aumentem a transparência, a prestação de contas e o controle popular sobre o Estado, e não dependam apenas do judiciário nem da polícia.

## 6.8 Conclusão

Este capítulo expôs a política econômica dos governos Dilma-Temer, entre 2011-2018, evidenciando a mudança de orientação no sentido de privilegiar o investimento privado em detrimento do investimento público na infraestrutura econômica. Para tanto, o governo Dilma promoveu, desde os anos iniciais, um ajuste fiscal com produção de superávit primário capaz de manter estável a relação dívida/PIB. O resultado superavitário obtido com cortes do dispêndio em investimento era tido como necessário pelas Autoridades Monetárias, a fim de viabilizar a queda da taxa de juros, favorecendo a expansão monetária, que, a partir de 2013, foi revertida.

Por outro lado, reduziu a carga tributária por meio de inúmeras medidas de desoneração fiscal, sem que o investimento privado tenha se materializado, porém essa política de redução de tributos contribuiu significativamente para a precipitação da crise fiscal e a reversão dos resultados superavitários, a partir do segundo semestre de 2014 e nos anos seguintes. No segundo mandato, iniciado em 2015, pressionado pela crítica ortodoxa emanada do mercado financeiro à condução da política econômica, e em busca de apoio político, o

governo promoveu uma guinada à ortodoxia, sem, contudo, obter êxito e tampouco alcançar o pretendido apoio parlamentar, para prosseguir até o término do período do mandato. Ao insucesso do ajuste fiscal somou-se o fato de o governo não ter conseguido manter a taxa de câmbio competitiva, em grande medida em consequência da elevação da liquidez internacional, decorrente das medidas de expansão monetária promovidas pelos EUA e Europa.

O agravamento da crise política, que culminou com o afastamento da presidente Dilma e a ascensão de seu vice, abriu espaço para o aprofundamento da agenda ultra liberal, com reformas supressoras de direitos dos assalariados, potencializando a concentração de renda e ampliando os níveis de desemprego sem recuperar o crescimento do produto que, embora tenha sido positivo a partir de 2017, não cresceu o suficiente para que a economia deixasse de permanecer em estado de estagnação.

Constatou-se, desse modo, que a política econômica ortodoxa, propugnada pelos setores liberais e pelo campo político de direita e ultradireita, não tem por objetivo buscar o desenvolvimento econômico e social. Ao contrário, a pregação liberal-ortodoxa vigente, desde a década de 1980, é a expressão mais acabada do capitalismo nesta fase de hegemonia neoliberal. Seus disseminadores, predominantemente, não apresentam um projeto de país pois, apenas visam ampliar a valorização de sua riqueza sob as diferentes formas de rentismo. O território nacional é convertido, prioritariamente, em espaço de negócios e não de realização de um projeto de democracia substantiva, como se evidenciou por meio da análise dos indicadores contidos neste capítulo.

Nesse sentido, dificilmente será superado o quadro de subdesenvolvimento e exclusão social que marcou a história do País. Tal superação passa inexoravelmente pela ruptura com os ditames da política econômica ortodoxa, assumindo o Estado um papel proeminente para além do planejamento indicativo, mas também no financiamento e na oferta de bens e serviços públicos essenciais. Para tanto, faz-se necessário que o governo esteja livre da camisa de força representada pela institucionalidade que restringe os gastos com investimento e oferta dos bens e serviços públicos, indispensáveis à melhoria do padrão de vida das classes trabalhadoras exploradas e expropriadas pelo capital ao longo do desenvolvimento do capitalismo no Brasil.

A ruptura com a ortodoxia não pode se limitar à instituição do Estado do bem estar social, embora este pudesse significar um avanço frente à atual conjuntura. A rigor ela exige avançar no sentido de superar o padrão de financiamento dos gastos públicos, que no caso específico do Brasil, aponta claramente para a necessidade de romper com a ordem do capital. Essa ruptura exige uma contraposição do ponto de vista político às forças conservadoras em

âmbito nacional e internacional. As institucionalidades forjadas pelo capitalismo para sua reprodução continuada devem ser reconhecidas, criticadas e superadas pelas organizações e movimentos sociais que constituem uma contracorrente, em direção à sociedade socialista.

## **7 CONTRAPONTO HETERODOXO AO MAINSTREAM E A CRÍTICA MARXISTA AO RMI COMO PARTE DO PROCESSO DE ACUMULAÇÃO CAPITALISTA**

### **7.1 Introdução**

Neste capítulo são analisadas as abordagens da vertente heterodoxa e da vertente marxista ancorada no materialismo dialético-histórico, na perspectiva de explicitar a contribuição de cada uma dessas abordagens que apresentam argumentos, no sentido de reafirmar, ou de refutar os fundamentos econômicos e políticos do regime de metas de inflação em vigor no Brasil, desde o segundo semestre de 1999. O tratamento deste objeto de pesquisa possibilitou revisitar autores clássicos que expressam essas vertentes, construindo as críticas contemporâneas à política macroeconômica ortodoxa.

O presente capítulo está organizado em dois itens com suas subdivisões. No primeiro item, apresenta-se e analisa-se a abordagem macroeconômica heterodoxa, considerando as seguintes subdivisões: abordagem de Keynes sobre a política fiscal; fontes de financiamento do gasto público na teoria keynesiana. No segundo item, discorre-se sobre a crítica de Marx ao processo de acumulação capitalista, contemplando os seguintes aspectos: regulação pela lei do valor, queda da taxa de lucro e suas contratendências; dívida pública e capital fictício; associação inelutável entre Estado e capital e as consequências destrutivas dessa associação que atingem a natureza e as sociedades. Destaca-se que nesta tese não foi contemplada a dimensão ecológica na análise do objeto pesquisado.

A exposição contida neste capítulo induz à reflexão sobre a possibilidade de superação da realidade histórica no atual contexto de configuração da economia mundial, em que se reproduz, continuamente, a política de austeridade macroeconômica nos marcos do capitalismo. As abordagens keynesianas e regulacionistas analisadas a seguir se distinguem pelo tratamento proposto aos problemas decorrentes do modo de produção capitalista, na tentativa de mitigá-los preservando o capitalismo. A abordagem marxiana e dos marxistas se diferencia substancialmente das duas primeiras por compreender que “[...] as crises são sempre apenas soluções momentâneas violentas das contradições existentes, irrupções violentas que restabelecem momentaneamente o equilíbrio perturbado.” (Marx, 1986, Livro III, Tomo 1, v.

IV, p. 188). Assim sendo, as opções de política econômica permanecem sob o domínio da finança cujo imperativo é evitar a desvalorização do capital.

## 7.2 Abordagem Macroeconômica Heterodoxa

A contraposição às proposições ortodoxas tem origem nas abordagens de Keynes em suas críticas ao pensamento neoclássico. Keynes buscou respostas aos impasses vivenciados sobretudo na década de 1930, no quadro da profunda depressão econômica que se seguiu à crise de 1929. Essa conjuntura somente começou a ser superada nos anos 1940, após a Segunda Guerra Mundial, quando a abordagem marginalista, contrária à intervenção do Estado, já havia se revelado incapaz de propor alternativas ao contexto econômico e social da grande depressão, o que provocou o deslocamento do *mainstream* econômico até então vigente. A explicitação dos limites da teoria hegemônica possibilitou o avanço da abordagem representada naquele contexto pela síntese neoclássica<sup>165</sup> de Keynes, cuja ênfase recaía sobre o papel preponderante a ser desempenhado pela política fiscal.

A ampla difusão do pensamento keynesiano no pós-guerra, enfatizando o papel da política fiscal, a partir da abordagem da síntese neoclássica, fez com que aspectos relevantes da teoria keynesiana fossem secundarizados, como é o caso da política monetária. A dissociação entre a política fiscal e a política monetária não foi originalmente concebida pelo economista inglês. Na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes explicita a importância da moeda e as suas características que a tornam distinta dos demais ativos.

Na Teoria Geral (TG), Capítulo 17, Keynes elaborou uma teoria da precificação, e, para tanto, fez uso de uma estrutura mais diversificada de ativos, estabelecendo como critério para sua demanda a taxa própria de juros, calculada segundo o preço corrente (à vista) dos ativos. Partindo do princípio geral da preferência pela liquidez, indica que diferentes graus de liquidez devem ser compensados pelas diferentes taxas de retornos pecuniários obtidos pela posse dos diversos ativos. O retorno esperado oferecido por um ativo é calculado através dos valores assumidos por seus atributos: a) apreciação do valor de mercado do ativo (taxa de apreciação); q) rendimento do ativo; c) custo de carregamento incorrido na manutenção do

---

<sup>165</sup> Os autores representantes dessa corrente do pensamento econômico, L. Klein, W. Heller, G. Ackley, O. Eckstein, P. Samuelson, consideravam a política monetária pouco eficaz para afetar as variáveis reais de economia, como o emprego e a renda, portanto sua ênfase recaía sobre a política fiscal, daí terem se tornado conhecidos também como fiscalistas. Essa interpretação de Keynes foi predominante no pós-1945 até quase metade dos anos 1970, período denominado por Hobsbawm (1995, p. 253) como *os anos dourados*.

ativo; l) prêmio de liquidez. Dessa maneira, a decisão dos agentes sobre a demanda por ativos considera as suas características medidas para alcançar os retornos esperados ( $r$ ) usando a soma das seguintes taxas:  $r = a + q - c + l$ .

Ao abordar a demanda por ativos, Keynes destaca a moeda como sendo ela própria um ativo com rendimento nulo, custo de manutenção insignificante, porém com prêmio de liquidez máximo (a moeda é considerada a liquidez por excelência), se constituindo em opção para alocação de recursos, o que faz com que os agentes a demandem não apenas para fins transacionais. Essa proposição distancia Keynes da TQM, ao afirmar a hipótese da não neutralidade da moeda tanto a curto como a longo prazo. A moeda é para Keynes uma instituição defensiva. Diante da incerteza, os agentes tendem a aumentar suas preferências pela liquidez, ou seja, pela segurança que a moeda propicia.

Assim, levando-se em conta que os agentes não consomem a totalidade de sua renda, dado que a propensão a consumir é relativamente estável, parte dela será poupada. Portanto, os indivíduos podem manter moeda, isto é, poder de compra imediato, ou ativos que ofereçam algum rendimento, mas sem poder dispor dos mesmos imediatamente (iliquidez). Porém, é a preferência pela liquidez por parte dos agentes que está na base da determinação da taxa de juros da economia. Esta não decorre de decisões intertemporais de consumo como pressuposto pelos clássicos e neoclássicos, conforme observa Keynes (1996, p.174-75):

Desse modo, sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo. A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. Isso implica que, se a taxa de juros fosse menor, isto é, se a recompensa da renúncia à liquidez se reduzisse, o montante agregado de moeda que o público desejaria conservar excederia a oferta disponível e que, se a taxa de juro se elevasse, haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a reter. Se esta explicação for correta, a quantidade de moeda é outro fator que, aliado à preferência pela liquidez, determina a taxa corrente de juros em certas circunstâncias. A preferência pela liquidez é uma potencialidade ou tendência funcional que fixa a quantidade de moeda que o público reterá quando a taxa de juros for dada; resulta daí que  $r$  é a taxa de juros,  $M$  a quantidade de moeda e  $L$  a função da preferência pela liquidez, teremos  $M = L(r)$ . Isto mostra onde e como a quantidade de moeda entra no esquema econômico.

Cabe ressaltar que a moeda possui elasticidade de produção e de substituição nulas; não pode ser produzida, privadamente, com empresários contratando mais trabalhadores para produzi-la, quando a demanda pela mesma aumenta. Também não poderá ser substituída facilmente quando o seu valor se eleva, visto que sua utilidade deriva apenas de seu valor de troca, logo não há substituição significativa entre ativos líquidos não reproduzíveis e os

produtos oriundos da indústria. Como sua utilidade é servir para comprar outros bens, seu valor está limitado pelo seu poder de compra. Não tendo custo de carregamento significativo e sendo o ativo de maior liquidez, o aumento de sua oferta produz uma tendência de queda lenta da sua eficiência marginal.

Considera-se ainda que, em caso de aumento de seu valor, sua oferta somente poderia aumentar por uma decisão do governo. Por outro lado, se a demanda por moeda cair, sua taxa de juros cairá mais lentamente em comparação com os demais ativos. Em decorrência dessas características da moeda, sua taxa de juros torna-se referência para a eficiência marginal dos outros ativos. Segundo Gonçalves (2017, p. 63), “Uma importante reflexão desses pressupostos é sobre a possibilidade de uma queda da taxa monetária de juros não impactar positivamente o investimento, já que a eficiência marginal do capital poderia cair mais rapidamente do que a da moeda”. A possibilidade da redução da taxa de juros não impactar significativamente o investimento, concorre para a manutenção da centralidade da política fiscal na abordagem heterodoxa, porém numa perspectiva distinta da síntese neoclássica, como será tratada posteriormente.

O papel preponderante da moeda, segundo Keynes (1996, p. 231), explica-se como segue:

O fato de ter a moeda baixas elasticidades de produção e substituição e baixos custos de manutenção tende a criar a expectativa de certa estabilidade de salários expressos em moeda; essa expectativa aumenta o prêmio de liquidez do dinheiro e evita a correlação excepcional entre a taxa monetária de juros e as eficiências marginais de outros bens, que poderia, se existisse, privar esta taxa monetária de juros de seu predomínio.

De acordo com Keynes, as decisões de investimento são tomadas em ambiente de incerteza, e não podem ser confundidas com cálculo probabilístico, em relação aos riscos na escolha dos ativos. Na busca pelo acúmulo de mais capital, os investidores abrem mão da segurança do ativo de liquidez plena, para adquirir ativos com maior custo de carregamento, menor liquidez e valorização incerta. Nesse processo, são cruciais as expectativas dos agentes em relação ao futuro e ao grau de confiança nas suas projeções.

Na economia monetária da produção capitalista, o investimento prospectivo na busca de valorização do capital se apresenta como algo inerente à tendência da natureza humana, de se expor ao risco e de sentir satisfação com os resultados alcançados (Keynes, 1996). No entanto, o autor ressalva que essa exposição é cercada por algumas medidas que aparentam mitigar o risco. Numa economia com mercados financeiros organizados, em que as bolsas de valores reavaliam diariamente os preços dos ativos, os investidores comuns são influenciados



por essas informações, prevalecendo, portanto, o condicionamento imposto pelo mercado na avaliação do preço dos ativos no curto prazo.

A esse respeito destacam-se também as observações de Carneiro (2019, p. 307), ao indicar os desenvolvimentos teóricos de Minsky sobre a relação entre as variáveis envolvidas nas decisões de investimento que podem garantir a capitalização de rendimentos.

Dados os preços relativos, no caso, a relação entre preços financeiros e preços correntes dos ativos instrumentais e as expectativas sobre o comportamento futuro dessa relação, a decisão de investimento é condicionada à disponibilidade de financiamento. Ou seja, para realizar seus investimentos, cujo montante vai além das disponibilidades imediatas, os capitalistas necessitam de crédito e acessam esses recursos via contratos onde trocam dinheiro hoje, por dinheiro futuro ou promessas de pagamento.

Nessa mesma direção, Minsky (1992, p. 4) põs em relevo as relações financeiras como condicionalidades da dinâmica da economia capitalista:

Assim, numa economia capitalista, o passado, o presente e o futuro estão ligados não apenas pelos ativos de capital e pelas características da força de trabalho, mas também pelas relações financeiras. As principais relações financeiras ligam a criação e a propriedade de ativos de capital à estrutura das relações financeiras e às mudanças nesta estrutura. A complexidade institucional pode resultar em vários níveis de intermediação entre os proprietários finais da riqueza das comunidades e as unidades que controlam e operam a riqueza das comunidades (tradução nossa).

O comportamento adotado pelos grandes investidores, em um contexto em que o nível de emprego e as perspectivas de demanda crescem também, influencia fortemente as decisões dos empresários que percebem a possibilidade de aumento da eficiência marginal do capital investido. De acordo com Keynes (1996, p. 294),

Vimos antes que a eficiência marginal do capital depende não apenas da abundância ou da escassez existente de bens de capital e do custo corrente da produção dos bens de capital, mas também das expectativas correntes relativas ao futuro rendimento dos bens de capital. Consequentemente, no caso dos bens duráveis, é natural e razoável que as expectativas do futuro desempenhem um papel preponderante na determinação da escala em que se julguem recomendáveis novos investimentos. Como vimos, porém, as bases para tais expectativas são muito precárias. Fundadas em indícios variáveis e incertos, estão sujeitas a variações repentinas e violentas.

A partir dessas proposições acerca da dinâmica da acumulação e do comportamento dos investidores, convém distinguir a relação entre poupança e investimento na abordagem de Keynes e na proposição ortodoxa. Na concepção de Keynes, o aumento da poupança não se reverte em elevação do nível de investimento, uma vez que recursos que poderiam ser investidos permanecem retidos como ativos líquidos (preferência pela liquidez). Na perspectiva da ortodoxia, a expansão da poupança significa elevação dos investimentos, pois os fundos emprestáveis se elevam, portanto, a identidade poupança  $\equiv$  investimento representa uma relação de causa e efeito, enquanto na perspectiva keynesiana os investimentos precedem a poupança,

ou seja, dos investimentos que geram elevação da renda resultará aumento da poupança agregada.

Keynes ressaltou a importância da relação entre as expectativas e as decisões de investimento e seus impactos sobre os ciclos econômicos. Ao abordar os princípios da demanda efetiva, destaca:

A quantidade de mão-de-obra  $N$  que os empresários resolvem empregar depende da soma ( $D$ ) de duas quantidades, a saber:  $D_1$ , o montante que se espera seja gasto pela comunidade em consumo, e  $D_2$ , o montante que se espera seja aplicado em novos investimentos.  $D$  é o que chamamos antes de *demanda efetiva* (Keynes, 1996, p. 63).

Decorre dessa assertiva que existe uma relação de interdependência entre salários e aumento do nível de desemprego, impactando as perspectivas de lucro em consequência da redução da demanda, do que resultará, portanto, uma queda de investimentos e da renda agregada, ocasionando uma retração nos níveis de poupança. Keynes chama a atenção para os ciclos econômicos de recessão e *boom*: no primeiro, a recessão está relacionada à elevação da taxa de juros em consequência de uma maior demanda por moeda, mas também pode ocorrer pelos motivos de especulação ou precaução; no segundo, o *boom* decorre de um excesso de otimismo em relação à taxa de juros, que numa *avaliação racional* poderia ser considerada demasiado elevada.

Na perspectiva de Minsky (1992, p. 7-8), essa instabilidade entre os ciclos econômicos de recessão e *boom* é explicada através dos teoremas da hipótese da instabilidade financeira:

O primeiro teorema da hipótese da instabilidade financeira é que a economia tem regimes de financiamento sob os quais é estável e regimes de financiamento nos quais é instável. O segundo teorema da hipótese da instabilidade financeira é que durante períodos de prosperidade prolongada, a economia transita de relações financeiras que contribuem para um sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável. Em particular, durante um período prolongado de bons tempos, as economias capitalistas tendem a passar de uma estrutura financeira dominada por unidades de financiamento de cobertura para uma estrutura em que existe um grande peso para unidades envolvidas em financiamento especulativo e Ponzi. Além disso, se uma economia com um corpo considerável de unidades financeiras especulativas estiver num estado inflacionário, e as autoridades tentarem exorcizar a inflação através de restrições monetárias, então as unidades especulativas tornar-se-ão unidades Ponzi e o patrimônio líquido das unidades anteriormente Ponzi evaporar-se-á rapidamente. Consequentemente, as unidades com déficits de fluxo de caixa serão forçadas a tentar ganhar posição vendendo a posição. É provável que isto conduza a um colapso dos valores dos ativos.

Assim, caso ocorra a reversão das expectativas, o efeito será uma paralisação repentina na taxa de investimento decorrente da queda da eficiência marginal do capital e a fuga para a liquidez. Isso acaba por produzir uma maior elevação da taxa de juros monetária, se refletindo sobre o nível de investimento e amplia as avaliações negativas pelo mercado. Contribui decisivamente para o agravamento da crise o fato de o único ativo capaz de gerar segurança ser

inelástico em relação a sua demanda, uma vez que sua elasticidade de produção é nula, sendo produzido pelo governo e não privadamente com o emprego de trabalho e capital.

Desse modo, não é capaz de contribuir para a melhoria das expectativas em relação à demanda. Dúvidas em relação ao rendimento esperado e a perspectiva de baixa da eficiência marginal do capital, faz com que a ilusão seja desfeita, de forma abrupta, conforme constata Keynes (1996, p. 296):

A desilusão chega porque, de repente, surgem dúvidas quanto à confiança que se pode ter no rendimento esperado, talvez porque o rendimento atual dê sinais de baixa à medida que os estoques de bens duráveis produzidos recentemente aumentem regularmente. Se se crer que os custos correntes de produção são mais elevados do que poderão vir a ser futuramente, esta será mais uma razão para a baixa da eficiência marginal do capital. Uma vez surgida, a dúvida propaga-se rapidamente.

Uma vez instalada a crise, a recuperação do crescimento econômico não decorrerá apenas da utilização da política monetária expansionista, embora ela possa contribuir para a recuperação dos investimentos, porém, somente a redução da taxa nominal de juros não é suficiente para reverter a queda da eficiência marginal do capital, visto que isoladamente não é capaz de influenciar as expectativas dos agentes em relação às perspectivas de lucros dos investimentos. Essa limitação da política monetária em reanimar os investimentos torna a política fiscal imprescindível para alcançar o crescimento econômico com relativo grau de estabilidade, numa economia monetária da produção capitalista.

Portanto, a necessidade da articulação entre a política monetária e a política fiscal fica evidenciada pela incapacidade da iniciativa privada de regular o investimento, cabendo ao Estado amenizar as manifestações agudizadas decorrentes das flutuações cíclicas da economia capitalista. Por essa razão, Keynes (1996, p. 302) afirma que,

Embora procurando conseguir um fluxo de investimento controlado socialmente com vista a baixa progressiva da eficiência marginal do capital, estou disposto a apoiar, ao mesmo tempo, toda sorte de medidas para aumentar a propensão a consumir. Como é improvável que o pleno emprego possa ser mantido com a propensão a consumir existente, façamos o que fizemos com relação ao investimento. Há condições, portanto, para que ambas as políticas funcionem juntas: promover o investimento e ao mesmo tempo o consumo, não apenas até o nível que corresponderia ao acréscimo do investimento com a propensão a consumir existente, mas também a um nível ainda maior.

Keynes defende o investimento estatal como política complementar ao investimento privado, capaz de atenuar as flutuações cíclicas, nos momentos de crise, quando sobrevém a queda da eficiência marginal do capital e se ampliam as incertezas. A manutenção do nível de emprego e da demanda agregada em consequência dos investimentos estatais influenciaria as expectativas do setor privado para a retomada do investimento, favorecendo o crescimento e

mitigando os efeitos negativos da recessão. Nesse sentido, Keynes não hesita em defender o protagonismo da política fiscal, de forma abrangente, não apenas contracíclica.

O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através de seu sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas. Por outro lado, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros seja suficiente por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo. Eu entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego embora isso não implique a necessidade de excluir ajustes e fórmulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada (Keynes, 1996, p. 345).

### 7.2.1 Abordagem de Keynes sobre a Política Fiscal

Embora este tópico se concentre na abordagem da política fiscal, cabe esclarecer que Keynes aponta a impossibilidade de separar medidas de política econômica<sup>166</sup>, que devem ser abrangentes e concentradas em múltiplos setores. Nesse sentido, o conjunto de medidas concebidas por Keynes pretendia reduzir ou socializar as incertezas que permeiam as decisões econômicas para estimular a demanda agregada por meio da intervenção do Estado, quando a demanda privada seguir em direção a um nível de equilíbrio muito abaixo do pleno emprego.

As indicações de Keynes visando a uma política abrangente são resgatadas, com ênfase, pelos autores pós-keynesianos, em contraponto ao fiscalismo da síntese neoclássica, conforme evidencia Carvalho (1999, p. 271):

A necessidade de ações concentradas e abrangentes é um aspecto das propostas de política econômica de Keynes com frequência esquecido, em especial por aqueles que concentram atenção exclusivamente nas medidas fiscais. A incerteza pode afetar a economia de várias formas. Consumidores podem temer por suas rendas, pelos preços das mercadorias e serviços, sua disponibilidade etc. Empresários podem ter que enfrentar inovações tecnológicas, criação de novos produtos, mudanças de gosto ou de disponibilidade de meios de produção e trabalho, acesso a mercados etc. As incertezas podem ser geradas pela própria intervenção estatal: economias onde a demanda agregada é sustentada podem ser inflacionárias, gastos públicos mais altos podem conduzir à elevação de impostos ou das taxas de juros, se políticas monetárias apropriadas não forem implementadas, vantagens competitivas podem ser criadas de modo desigual como resultado do gasto público etc.

No entanto, a concepção de políticas exclusivamente macroeconômicas é de difícil execução pela ausência de instrumentos capazes de produzir efeitos sistêmicos na economia, sem modificá-la estruturalmente, de modo a alterar de forma positiva alguns setores mais do que outros. Por essa razão, a política fiscal, sendo capaz de afetar diretamente o emprego e a renda, tornou-se o instrumento de intervenção mais frequentemente destacado da política econômica de Keynes. Entretanto, o significado de intervenção tomado como análogo ao que

---

<sup>166</sup> Para Carvalho (1999), faz-se necessário tratar de *políticas econômicas keynesianas*, em lugar de política fiscal ou monetária, porque para Keynes fatores reais e monetários são inseparáveis.

resultaria de uma economia de planejamento<sup>167</sup> centralizado, integralmente controlada pelo Estado, a exemplo dos países componentes do bloco do *socialismo real*, está distante das proposições de política econômica preconizadas por Keynes. Por outro lado, Keynes defendia a possibilidade de planejamento considerando que o governo poderia ser, “[...] em grande medida, um construtor do futuro, através do poder mobilizador de recursos e influenciador da demanda agregada.” (Carvalho, 1999, p. 269).

Mesmo não tendo concordância integral com o fiscalismo dos keynesianos da síntese neoclássica, é atribuída à política fiscal a responsabilidade de manter a estabilidade macroeconômica. Embora não desacreditasse dos efeitos positivos das medidas de política monetária, Keynes questionava a eficácia do uso da taxa de juros enquanto instrumento de estabilização da renda. A preponderância da política fiscal no processo de estabilização macroeconômica é ressaltada por Keynes porque atua diretamente sobre a demanda agregada, aumentando-a ou reduzindo-a, com resultados diretos sobre a renda privada.

Carvalho (1999, p. 272) assim detalha essa dinâmica da política fiscal:

Ela aumenta ou diminui a renda dos que ofertam ao governo produtos e serviços (e dos que pagam impostos), disparando um efeito multiplicador. A política de gastos pode, particularmente, ter um impacto direto na demanda por ativos reais de capital (se as expectativas não foram afetadas de forma adversa): (a) por um lado, ela aumenta seus preços de demanda, uma vez que um maior nível de demanda agregada melhora a situação de risco para os investidores; (b) por outro, ela age melhorando a posição de liquidez dos que têm dívidas a saldar, o que poderíamos chamar de efeito Minsky.

Para levar a cabo essa política, Keynes recomendava a elaboração de dois orçamentos fiscais<sup>168</sup>: sendo um destinado à realização das funções ordinárias a cargo do poder público e o segundo direcionado para os gastos discricionários do governo. O orçamento ordinário (despesas correntes) deveria estar sempre equilibrado, ou seja, em períodos de crescimento do produto, quando a demanda já estivesse em patamar elevado, a execução das funções do governo não poderia se constituir em fonte de pressão inflacionária. A previsão de gastos com as despesas ordinárias não deveria levar em conta a necessidade de gastos para a estabilidade macroeconômica.

---

<sup>167</sup> De acordo com Keynes o papel reservado ao Estado não seria ocupar o lugar da iniciativa privada na determinação dos investimentos. A intervenção estatal deveria ter como objetivo impulsionar a demanda agregada e como efeito, reduzir as incertezas. Também, nem de longe cogitava suprimir a propriedade privada e os mecanismos de mercado. “Assim como Schumpeter, Keynes não tinha na perfeita equidade social uma meta.” (Carvalho, 1999, p. 265).

<sup>168</sup> Com o orçamento público sendo utilizado como instrumento de planejamento pelos governos, essa estrutura orçamentária passou a ser largamente utilizada. Na classificação econômica das despesas, adota-se a denominação de despesas correntes para designar as despesas ordinárias, e despesas de capital para os gastos de caráter discricionário, que se traduzem em aumento da capacidade produtiva.

Por outro lado, o orçamento discricionário (despesas de capital) conteria dispositivos fiscais a serem utilizados pelo governo quando se fizesse necessário realizar investimentos para impulsionar a economia, possibilitando alcançar o pleno emprego. O ritmo desse processo de investimento seria compatibilizado com o estado geral de gastos na economia para sustentar a demanda agregada. Por essa razão, Keynes recomendava que o governo mantivesse projetos de investimentos prontos para execução, desde que fossem constatadas as primeiras evidências de retração econômica, de modo a evitar um longo período de tempo entre a decisão de intervir e a execução de um plano de investimento. Essa medida torna evidente que a política fiscal keynesiana não era de caráter anticíclico no sentido restrito, pois buscava se antecipar aos hiatos de demanda.

Outro aspecto da política fiscal não menos importante está relacionado ao fato de Keynes propor medidas redistributivas para elevar o nível de consumo. Nesse sentido, elaborou propostas de reformas para redistribuição da riqueza no início da Segunda Guerra Mundial. Entre outras propostas, destacou-se o amplo programa de reforma social, baseado na criação de empréstimos compulsórios, que objetivavam reduzir a concentração de renda e promover o desaquecimento da demanda agregada corrente.

Desse modo, seria promovida uma distribuição intertemporal do poder de compra, com a transferência, por meio dos empréstimos, do excesso de demanda que decorria do pleno emprego do período de guerra para um momento posterior, quando a demanda agregada estivesse em retração. Esse conjunto de medidas visava, em última instância, mostrar à sociedade e aos agentes privados a capacidade de intervenção do governo para promover a estabilização mais do que demonstrar o volume de gastos e os resultados positivos dos planos.

Nesse sentido, os resultados positivos sinalizariam para os agentes privados a tendência à estabilização, com a redução das incertezas diante do aumento do nível de renda agregada, o que poderia induzi-los a realizarem seus próprios investimentos. Mesmo que o orçamento de capital pudesse ser deficitário, para Keynes o déficit de *per se* não se caracterizava como instrumento, por ser um resultado que decorre do comportamento das receitas de impostos, que, por sua vez, reflete o incremento dado pelo governo aos investimentos, como efeito da velocidade com a qual a sociedade reage a esse estímulo. O que realmente se levava em conta era a magnitude do gasto e não do déficit, visto que este seria apenas o último recurso a ser usado, caso o orçamento de capital se mostrasse insuficiente. Para ele, não seria desejável incorrer em déficits orçamentários, exceto nas situações econômicas de depressão ou de recessão profunda.

Segundo Carvalho (1999), a possibilidade de influenciar o nível de investimento privado, na concepção de Keynes, não se explicitou de forma completa. Algumas referências indicam que poderiam ser criados órgãos *semi-autônomos*, podendo ser talvez empresas públicas que fariam investimentos em setores para os quais os empresários não tivessem interessados em investir. Segundo Tobin (1987), talvez Keynes estivesse adotando o planejamento indicativo como foi usado na França, no pós-guerra, para estimular o investimento privado em áreas específicas consideradas estratégicas para o desenvolvimento. Essa seria a forma de obter a adesão voluntária do empresariado, para contrastar com o planejamento compulsório do então bloco socialista, liderado pela ex-União Soviética.

### 7.2.2 Fontes de Financiamento do Gasto Público na Teoria Keynesiana

Na visão keynesiana, os principais meios para obter os recursos destinados ao financiamento do gasto público com a finalidade de executar uma política fiscal ativa, objetivando expandir o nível de emprego e de renda agregada, seriam obtidos mediante as seguintes fontes: a) tributação incluindo os tributos discricionários; b) empréstimos no sistema bancário; c) empréstimos no mercado aberto e d) emissão de moeda.

A execução de uma política fiscal ativa com objetivo de elevar o nível de emprego e da renda agregada, nas situações em que haja demanda reduzida e hiato do produto, pode ser viabilizada mediante expansão das despesas de capital financiadas integralmente por meio da tributação. Embora todas as formas de tributação tenham caráter deflacionário, ao reduzir a renda disponível para o consumo privado possibilita também o aumento dos gastos em obras públicas, elevando o efeito multiplicador com reflexos na atividade econômica. Isso ocorre porque parte dos recursos arrecadados provêm de contribuintes com baixa propensão a consumir.

Ao serem transferidos do setor privado para o governo<sup>169</sup>, esses recursos possibilitam a expansão da demanda agregada, refletindo na elevação do nível de emprego. Sem a mediação do Estado, o crescimento do nível de emprego e renda não ocorreria, pois parte dos recursos arrecadados tenderia a se constituir em poupança privada, portanto, em recursos líquidos inativos. Nessa situação, o Estado, mesmo não incorrendo em expansão do déficit e da dívida

---

<sup>169</sup> Isso também ocorreria no caso de uma tributação progressiva, conforme observa Carvalho (2014, p. 585): “[...] uma política tributária progressiva que vise a uma distribuição da renda só produz efeitos positivos, numa economia de mercado, se a receita arrecadada em dinheiro dos ricos pelo governo for gasta em benefício dos pobres, a exemplo de pensões, subsídios e seguro desemprego ou em obras públicas”.

pública, impulsiona o crescimento do produto e do emprego, ao dar destino produtivo à riqueza, inibindo parcialmente o rentismo.

No caso dessas transferências de recursos decorrerem de tributação progressiva, oriundas da diversidade de tributos sobre a renda, o patrimônio e o consumo, pode haver certo grau de resistência quando a destinação tiver por objetivo a redistribuição de renda, pela expansão das atividades públicas: educação, assistência médica, esporte e lazer para grupos sociais de baixa renda. A oferta de tais serviços poderia ser terceirizada por meio de pagamento ao setor privado. Essa opção, por certo, reduziria a parcela de recursos arrecadados, destinados às classes de menor nível de renda, ao elevar o custo de prestação desses serviços.

A orientação de política fiscal keynesiana preconiza que as despesas correntes deveriam ser financiadas integralmente por meio da tributação, o que contribuiria para não permitir que, nos ciclos de expansão da atividade econômica, o setor público incorresse em déficits pela elevação dos gastos correntes, os quais aumentam a absorção de bens e serviços e elevam o nível geral de preços. No entanto, o equilíbrio orçamentário não é exigido para o financiamento das despesas de capital quando o governo, ao elevar o nível de investimento gerador de capacidade produtiva adicional, pode recorrer ao déficit e conseqüentemente ao endividamento para fazer face a essas despesas.

Em relação à ocorrência de déficits públicos, Carvalho (2014, p. 584) afirma:

A principal objeção ao financiamento com tributos de uma política fiscal de gastos públicos, é de que, para que ela seja uma arma eficaz contra o desemprego, é preciso que os gastos públicos sejam maiores do que a receita tributária em dinheiro dando origem a um déficit orçamentário. Se essa política tributária de financiamento dos gastos públicos tiver sucesso, isto é, se houver uma retomada de crescimento econômico e o nível de emprego aumentar e com ele a renda agregada é possível que a arrecadação tributária possa cobrir o déficit orçamentário. Porém, se isto não ocorrer então esse déficit pode ser coberto por empréstimos ou emissão monetária.

Segundo Keynes, os déficits públicos financiados pelo sistema bancário, por meio de empréstimos (atualmente denominados dívida contratual), produzem efeitos mais expansivos em relação aos empréstimos tomados pelo governo ao público, mediante a venda de títulos públicos (dívida mobiliária). Isto se deve ao fato de que a dívida contratual cria dinheiro novo (moeda bancária), mediante a relação de débito e crédito entre os bancos e seu cliente, o governo, que poderá realizar obras públicas estimuladoras da demanda efetiva.

No caso do financiamento obtido pelo governo, por meio da venda de títulos ao público não bancário, eles também produzem efeitos expansionistas, contudo, em menor grau do que os gastos financiados com a venda de títulos de dívidas públicas aos bancos. Na compra de um título de dívida pública por um indivíduo, ocorre a transferência do seu poder de compra para



o governo. Nessa modalidade de financiamento do déficit público, não há criação de dinheiro novo.

Entretanto, esta forma de consecução de empréstimo, para financiar investimentos em obras públicas de expansão da infraestrutura econômica, estimula o aumento do produto com a consequente elevação da demanda. No financiamento pela venda de títulos ao público, ocorre a absorção de recursos da poupança privada (reserva de valor), em circulação na esfera financeira. Ao realizar investimentos com esses recursos, o governo os devolve à esfera da circulação industrial (meio de troca), fazendo girar bens e serviços.

Acerca dessa dinâmica do financiamento dos gastos do governo, Carvalho (2014, p. 591) alerta para o *trade off* entre os empréstimos tomados do público e aqueles feitos pelos bancos, mostrando como a dívida pública pode ser usada, tanto como instrumento para expansão da atividade econômica quanto como mecanismo de controle da demanda agregada.

[...] a tomada de empréstimos do governo junto ao público por meio das vendas de títulos públicos, mormente em grande escala, é possível que debilite os gastos privados de consumo ou do investimento. De fato, numa situação de profunda depressão, é preferível que o governo tome emprestado dos bancos. Porém, quando o ritmo da atividade se expande, numa trajetória de nítida fase de recuperação econômica, e aumenta o fluxo de poupanças, então é mais aconselhável que o governo tome emprestado dinheiro do público do que dos bancos. Se a trajetória de expansão do nível da atividade econômica atinge o pleno emprego, então é possível evitar a inflação de demanda tomando dinheiro emprestado ao público, ou aumentando a taxa tributária, ao invés de tomar novos empréstimos junto aos bancos.

Outra possibilidade de financiamento público apresentada por Keynes é a emissão de papel-moeda. Esta alternativa seria possível desde que houvesse um plano de construção de obras públicas, incluindo a participação do setor privado, em contexto de elevado nível de desemprego. Numa situação de profunda depressão, Keynes ponderava que o balanço entre gastos e a tomada de empréstimos para financiá-los envolvia a necessidade de ressarcir os emprestadores além de pagar juros. Esses recursos poderiam ser obtidos com a “[...] emissão de títulos do Tesouro sem juros para autoridade monetária com instruções de aumentar os depósitos do governo até a quantia do valor dos títulos emitidos pelo Tesouro.” (Carvalho, 2014, p. 595).

No entanto, essa política de financiamento sem juros não esteve imune à crítica dos setores que afirmam que essa expansão monetária provocaria como efeito a elevação do nível geral de preços. Porém, essa hipótese somente ocorreria nas situações em que o nível de pleno emprego tivesse sido atingido, pois nessa circunstância não se justificaria a elevação de gastos públicos financiados por meio de emissão de moeda.

A crítica ao financiamento monetário enquanto causador de inflação de demanda não procede, segundo essa abordagem, visto que somente em situações atípicas com a continuidade do aumento da expansão monetária, após ter sido alcançado o nível de pleno emprego, seriam capazes de levar à inflação de demanda. Entretanto, a inflação de demanda nesta situação decorreria da emissão excessiva e não do meio utilizado para levar a cabo o plano de gastos com financiamento sem incidência de juros, destinado à realização de obras públicas. A possibilidade de ocorrer inflação ou depressão não se deve ao financiamento monetário; ambas podem ocorrer quando a gestão da oferta de moeda for negligenciada.

Do ponto de vista ortodoxo, qualquer elevação da oferta de moeda geraria inflação sem elevar o emprego e a renda. Tal assertiva tem como pressuposto que a economia já se encontra em equilíbrio ou tende para este no longo prazo, prevalecendo a taxa de desemprego *natural* com os agentes maximizando seu grau de satisfação. Nesta abordagem o equilíbrio é único. Em contraposição, Keynes afirmou que a economia pode apresentar vários pontos de equilíbrio abaixo do nível de pleno emprego dos fatores de produção, situação na qual uma elevação da oferta de moeda para financiar planos de investimento pelo governo, elevaria a oferta de bens e serviços públicos e semipúblicos, que se constituiriam, antes, em externalidades para o setor privado, melhorando a eficiência econômica de forma sistêmica e não em fonte de instabilização.

Faz-se necessário avançar na compreensão dos fundamentos do conflito entre a classe proprietária e a classe trabalhadora, a partir da crítica à economia, desde a sua gênese, enquanto economia política, superando os limites da vertente keynesiana, com o intuito de resgatar a articulação intrínseca da totalidade do modo de produção capitalista apreendida por Marx, de modo a situar o RMI na totalidade da forma de realização do capitalismo na contemporaneidade.

### **7.3 Crítica de Marx ao Processo de Acumulação Capitalista**

#### **7.3.1 Regulação pela Lei do Valor, Queda da Taxa de Lucro e sua Contratendência**

A crítica de Marx à economia política clássica, ao liberalismo e ao socialismo utópico foi formulada num contexto histórico em que prevalecia no pensamento da época a influência dos economistas clássicos (Adam Smith e David Ricardo), da filosofia de Georg Wilhelm Friedrich Hegel e dos socialistas utópicos (Saint-Simon, François-Charles Fourier e Robert

Owen). Mészáros (2011b, p. 523) destaca a principal realização histórica de Marx naquela conjuntura: a superação crítica das concepções hegemônicas mediante um processo de *negação radical* dos limites do *horizonte liberal/burguês*.

A concepção histórica, crítica, radical e de conjunto, elaborada por Marx no século XIX, abrange a dialética entre a base e a superestrutura que compõem a totalidade da dinâmica da sociedade capitalista. A decomposição do feudalismo fez emergir o capitalismo cujo desenvolvimento, a partir do século XV, produziu diferentes formas de realização<sup>170</sup> do seu domínio sobre a economia, desde o capitalismo mercantil ao capitalismo industrial e à forma financeira.

Marx desvendou a essência da sociedade burguesa, assentada no capital e na produção de mercadorias, para demonstrar a lógica interna do capital em sua busca incessante pelo acréscimo de valor, que somente pode se realizar por meio da subsunção real do trabalho ao capital e sua exploração permanente no processo de produção. Nesse processo, a força de trabalho, ao colocar em movimento os meios de produção, realiza, ao mesmo tempo, um *quantum* de mercadorias que materializam trabalho necessário e trabalho excedente, isto é, valor acrescido sob a forma de mais-valia, permitindo a reprodução ampliada do capital.

É a produção da mais-valia que estabelece a condição fundamental das relações de produção e o desenvolvimento das forças produtivas no processo de produção de mercadorias e de valor, pois são elas portadoras, concomitantemente, do valor de uso e do valor de troca, que se expressa enquanto materialização do trabalho socialmente necessário nelas contido. Na sua manifestação aparente, o valor se apresenta enquanto valor de troca, ocultando a substância (trabalho) que lhe dá origem.

A lei do valor explicitada por Marx, em *O capital* (1985a, Livro I, v. I), constitui-se a chave explicativa para a validação do caráter social dos diferentes trabalhos. É essa lei que determina a distribuição dos meios de produção e da força de trabalho entre os diversos produtores e nos diferentes ramos de produção, cumprindo a função reguladora da produção social, em meio às situações de oscilações e desequilíbrios que resultam da sua própria atuação. Na produção capitalista, a lei do valor atua como um regulador objetivo, entretanto não é promotora do equilíbrio, porque a concorrência entre os produtores privados leva a uma série

---

<sup>170</sup> Capitalismo mercantil entre o século XV e XVIII, industrial entre os séculos XVIII e XIX e financeiro a partir do século XX.

de desequilíbrios que se sucedem. Todavia, é ela mesma a responsável por corrigir mais desequilíbrios mediante a regulação do valor<sup>171</sup>.

Na busca por aumentar a extração da mais-valia, os capitalistas singulares são instados<sup>172</sup> a introduzir inovações tecnológicas que aumentem a produtividade do trabalho. Enquanto essas inovações permanecem circunscritas a um capitalista individual, este obterá uma quantidade de mais-valia extra, visto que suas mercadorias serão produzidas com um tempo de trabalho inferior ao socialmente necessário. No entanto, quando esses aperfeiçoamentos, introduzidos inicialmente numa empresa isolada, forem amplamente difundidos, a mais-valia extra desaparecerá, tendo restado o aumento da produtividade social do trabalho, do qual resultará a criação da mais-valia relativa. Para Marx, a mais-valia extra dará origem ao superlucro, e, nessa busca incessante por auferir o lucro extra, o capital, ao se reproduzir de forma ampliada, fará alterar a composição orgânica, elevando o capital constante em detrimento do capital variável.

A generalização das novas tecnologias que alteram a composição orgânica do capital, reduzindo e simplificando o trabalho, torna-o mais abstrato, à medida que os trabalhadores serão, de forma progressiva, trabalhadores parciais, cujo ritmo de trabalho lhes é imposto pela máquina. Desse modo, com a simplificação de tarefas e a redução da necessidade do trabalho vivo em relação ao trabalho corporificado nos meios de produção, o capital opera a construção de seu exército de reserva ou a superpopulação relativa.

Contraditoriamente, o capitalista singular, na tentativa de obter o lucro extraordinário, amplia a parte constante que somente repassa às novas mercadorias produzidas o valor do que foi pago pela aquisição do capital constante, enquanto a parte variável, capaz de produzir mais valor do que por ela foi pago, será reduzida. Assim, o lucro extraordinário decorrente do aumento da produtividade do trabalho persistirá, e a nova tecnologia corporificada em meios de produção *supostamente mais produtivos*, constitui-se, temporariamente, em monopólio do capitalista pioneiro na introdução das inovações.

---

<sup>171</sup> A lei do valor, na concepção marxiana, não pode ser confundida com uma teoria do equilíbrio da economia capitalista, visto que sua função reguladora opera mediante contradições e desequilíbrios renovados (sua atuação ocorre à revelia da consciência dos produtores privados), inerentes à essência das relações de produção capitalista, que não são, portanto, equivalentes às disfunções passíveis de serem sanadas, pois têm sua origem no funcionamento do próprio modo de produção capitalista.

<sup>172</sup> Essa conduta do capitalista não está condicionada pelas opções/desejos pessoais, pois ele é parte constitutiva da concorrência intercapitalista no processo de reprodução ampliada do capital. Neste caso, é descabida qualquer avaliação de ordem pessoal, moral, etc. De fato, ele integra uma classe que opera a contradição face à necessidade de manter a propriedade capitalista.

Porém, findo esse monopólio, quando as novas máquinas, tecnologias e métodos de trabalho já tiverem sido absorvidos pelos outros capitalistas, do mesmo ramo de produção, o superlucro para o conjunto dos capitalistas desaparecerá, evidenciando a tendência da queda da taxa de lucro em consequência da redução da parte variável do capital, bem como a força de trabalho, a única que efetivamente tem capacidade de criar mais-valor do que por ela foi pago. Ou seja, a concorrência intercapitalista é motivada pela busca do lucro extraordinário e, dessa maneira, ela mesma cria as condições para que ocorra a queda da taxa de lucro. Como no modo de produção capitalista a produção não é dirigida por um planejamento centralizado, tende a imperar a anarquia. Logo, na inexistência de um planejamento imperativo, a regulação do *quantum* produzido estará subordinada à lei do valor, que atuará independentemente da consciência dos produtores privados.

Considerando-se os diferentes ramos de atividade, sobretudo os oligopolizados, este processo de elevação da composição orgânica do capital tende a se generalizar. No entanto, como são setores formadores de preço, há possibilidade de que a redução do valor das mercadorias de *per se* não seja integralmente repassada aos preços, dependendo da maior ou menor possibilidade e da durabilidade dos acordos tácitos, estabelecidos entre eles, uma vez que esses capitais não são concorrenciais no sentido da *livre concorrência* preconizada pela teoria marginalista. São setores formadores de preço, com grande capacidade de articularem seus interesses e, assim, retardar os efeitos produzidos pelos ganhos de produtividade aos compradores de suas mercadorias.

Se o aumento da produtividade social do trabalho, advindo da elevação da composição orgânica do capital e da introdução de novos métodos de gerenciamento da força de trabalho, tende a reduzir a taxa de lucro, esse movimento não ocorre em um único sentido; há fatores que podem contrarrestá-lo, fazendo com que essa redução dos lucros seja retardada ao longo do tempo. Ou seja, existe enquanto tendência essa possibilidade de queda do lucro, contudo, o capital encontra formas de engendrar o seu contrário.

Marx (1986, Livro III, Tomo 1, v. IV, p. 177) advertiu sobre a existência de contra-tendências da relação entre aumento da produtividade e queda da taxa de lucro, como segue:

Se se considera o enorme desenvolvimento das forças produtivas do trabalho social, ainda que somente nos últimos trinta anos, em comparação com todos os períodos anteriores, se se considera a saber a enorme massa de capital fixo que, além da maquinaria propriamente dita, entra no conjunto do processo de produção social, então, no lugar da dificuldade que até agora ocupou os economistas, isto é, explicar a queda da taxa de lucro, aparece a dificuldade inversa, ou seja, explicar porque essa queda não é maior ou mais rápida. Deve haver influências contrariantes em jogo, que cruzam e superam os efeitos da lei geral, dando-lhe apenas o caráter de uma tendência,

motivo pelo qual também designamos a queda da taxa geral de lucro como uma queda tendencial.

Segundo Marx, as mais genéricas dessas influências contrariantes são: **a)** elevação do grau de exploração da força de trabalho que se expressa pelo aumento da taxa de mais-valia ( $m'$ ), extraída do contingente de trabalhadores na relação estabelecida entre mais valia ( $m$ ) e capital variável ( $v$ ):  $m' = m/v$ ; **b)** compressão do salário abaixo do seu valor é uma das causas mais significativas da contenção à queda da taxa de lucro; **c)** barateamento dos elementos do capital constante que resulta da desvalorização do capital constante, isto é, de seus elementos materiais constitutivos que decorrem do desenvolvimento industrial; **d)** superpopulação relativa, cujo aumento é gerado pelo desenvolvimento da força produtiva do trabalho, torna disponível uma quantidade elevada de trabalhadores para outros ramos de produção, o que leva setores a retardarem o aumento da composição orgânica do capital, por terem a possibilidade de contratar trabalhadores com salários abaixo da média, o que faz com que tanto a taxa de mais-valia quanto a massa de mais-valia sejam elevadas nesses ramos de produção (bens de luxo); **e)** comércio exterior, que possibilita o barateamento parcial dos elementos do capital constante e os meios de manutenção e reprodução do capital variável, atuando de modo a expandir a taxa de lucro, ao elevar a taxa de mais-valia e ao reduzir o valor do capital constante; **f)** aumento do capital por ações, que proporciona uma taxa como parte dos lucros, sob a forma de dividendos, não equivalente à taxa geral de lucros que corresponde a juro + lucro de toda espécie + renda fundiária (Marx, 1986, Livro III, Tomo 1, v. IV, p. 179-82).

Em suma, Marx (1986, Livro III, Tomo 1, v. IV, p. 181) pondera sobre essas influências contrariantes, reiterando a lógica contraditória da dinâmica da acumulação capitalista, ao enunciar:

E assim mostrou-se, de modo geral, que as mesmas causas que acarretam a queda da taxa geral de lucro provocam efeitos contrários, que inibem, retardam e em parte paralisam essa queda. Eles não anulam a lei, mas debilitam seu efeito. Sem isso, seria incompreensível não a queda da taxa geral de lucro, mas, pelo contrário, a relativa lentidão dessa queda. Assim, a lei só opera como tendência cujos efeitos só se manifestam de forma contundente sob determinadas circunstâncias e no decorrer de períodos prolongados.

Existem, portanto, importantes limitações às formas pelas quais as tendências/contratendências, considerando-se o desenvolvimento desigual do capitalismo, se manifestam em diferentes partes do mundo, em função da condição mais ou menos avançada da economia na relação entre capitais nacionais e capital global. Assim, um dos lados da tendência/contra-

tendência pode predominar em um país, e o outro lado pode prevalecer em um país diferente<sup>173</sup>.

Outra limitação relevante, segundo Mészáros (2011b, p. 654),

[...] se refere às determinações interiores de várias tendências, bem como ao peso relativo dessas tendências na totalidade dos desenvolvimentos capitalistas. Quaisquer que sejam suas transformações, mudanças de ênfase e variações em relação umas às outras ou em relação às suas contratendências específicas, em diferentes lugares e em épocas amplamente diferenciadas da história – isto é, aquelas que podemos considerar como suas características estritamente transitórias, identificáveis em função da inter-relação conjuntural entre as diversas forças e determinações das quais elas próprias constituem uma parte específica na situação sócio-histórica dada -, elas também possuem uma lógica imanente própria de acordo com a qual se desdobram através *da história* e por isso, circunscrevem objetivamente os *limites* do desenvolvimento capitalista global.

Para compreender essas limitações do desenvolvimento capitalista em nível mundial, é preciso apreender o movimento contraditório entre tendências e contratendências como resultado “[...] da totalização concreta da pluralidade do capital industrial (*lato sensu*).” (Farias, 2015, p. 66).

Outra influência contrariante, não incluída explicitamente na obra de Marx, porque de fato é uma manifestação do capitalismo contemporâneo, pode ser considerada a partir da destinação do fundo público. Esse fundo se constitui de recursos obtidos por meio da extração compulsória da mais-valia produzida socialmente, sob a forma de impostos, taxas e contribuições (tributos). Portanto, o fundo resulta de parte do trabalho excedente que se apresenta sob a forma de lucro, juro ou da renda da terra, sendo apropriado pelo Estado para a realização de funções reprodutivas do capital e da força de trabalho. Porém, nele se inclui também o trabalho necessário, por meio do pagamento de impostos indiretos efetivamente pagos pelos trabalhadores e pelo imposto de renda que incide diretamente sobre os seus salários.

Como exemplo de utilização do fundo público que potencializa o processo de rotação do capital e acelera o circuito do valor, tem-se as medidas de política social, quando o Estado realiza compras, contratação de força de trabalho, pagamento de seus salários, transferência de valores monetários. Além disso, pode ainda contrair dívidas, a exemplo de empréstimos internacionais feitos pelos governos, para aplicação em políticas sociais específicas, que se constituem em dívida pública geradora de fluxos de remuneração do capital sob a forma de juros.

---

<sup>173</sup> Um exemplo dessas formas diversas de manifestação de um lado e de outro lado da tendência/contratendência encontra-se na forma pela qual as classes trabalhadoras brasileiras e mexicanas, entre outras, tem sido submetidas a medidas de austeridade após um período de desenvolvimento expansionista, enquanto os Estados Unidos e outros países de capitalismo avançado permanecem desperdiçando recursos sob os efeitos do declínio da taxa de lucro. (Mészáros, 2011b).

Por outro lado, o fundo público atua como fator contratendente por meio de gastos que criam economias externas para o capital (denominadas externalidades) na montagem de infraestrutura econômica, como rodovias, ferrovias, portos, geração de energia e produção de matérias-primas intermediárias. Também os gastos tributários são expandidos por pressões do capital que, do ponto de vista da aparência, podem ser tomados como gastos sociais, e que no Brasil, historicamente, assumem a forma de renúncias fiscais. Em relação a essa prática dos governos, Behring (2021, p. 155) destaca:

Tal quadro de deterioração das contas públicas ainda foi aguçado pelos “presentes fiscais” na forma de renúncia de receita (o que se denomina, no Brasil, de gastos tributários), muitas vezes em nome da geração de empregos e para evitar a deslocalização de empresas, chantagem empresarial frequente no contexto da crise e da correlata guerra fiscal entre os estados e regiões.

Essa tática do capital busca elevar sua participação de forma direta no fundo público e nas decisões políticas acerca de sua utilização. Diz-se de forma direta, porque os gastos sociais, tais como: saúde, educação, moradia, mobilidade urbana, saneamento, que beneficiariam a classe trabalhadora, indiretamente acabam sendo apropriados, em última instância, pelo capital, visto que se constituem *salários indiretos*, o que permite rebaixar o custo de reprodução da força de trabalho. Logo, a despesa do capital com a remuneração da força de trabalho é socializada, ampliando-se, desse modo, a extração da mais-valia que se converterá em lucro para o capitalista.

Assim, os efeitos da pauperização da população trabalhadora gerada na esfera privada, decorrente do modo de produção capitalista, demandam medidas de atenuação pelo Estado, ele mesmo, uma instância imprescindível para a acumulação ampliada do capital. Nesse sentido, o manejo do fundo público torna-se, de forma crescente, um fator contratendente à tendência de queda da taxa de lucro, mesmo que não se considerem as medidas de subsídio, socorro ao sistema financeiro, venda de divisas abaixo de sua cotação, para saldar compromissos financeiros no exterior, ampliação da renúncia fiscal, sempre presentes nos episódios de exponencialização das recorrentes crises do capitalismo. O manejo do fundo público para mitigar as consequências das contradições do desenvolvimento desigual e combinado do capitalismo foi concebido pelos teóricos que se propõem reformar/regular o capitalismo, sem contudo questionar seus fundamentos, visando garantir-lhe continuidade.

Autores alinhados à escola da regulação, que compreendem as crises capitalistas como sistêmicas, enfatizam o papel do arranjo institucional (por meio de medidas de regulamentação), considerando-o capaz de conter os excessos do desenvolvimento do capitalismo em sua fase mais recente da globalização financeira. Além disso, o crescente avanço do processo de



expansão do capital fictício, potencializado pelas inovações financeiras, tende a caminhar sempre à frente dos marcos regulatórios dos diferentes países e do próprio sistema financeiro internacional, mediante a interconexão dos diferentes mercados, viabilizada pela desregulamentação financeira aliada à revolução da microeletrônica, que reduziu consideravelmente os custos de transação e permitiu a centralização e a concentração financeira (Musgrave, 1959)<sup>174</sup>.

Nesse *esforço de busca de equilíbrio* para a manutenção do capitalismo, antes mesmo dos regulacionistas, destaca-se a abordagem keynesiana convencional (síntese neoclássica) acerca das atribuições econômicas do Estado, principalmente pós crise de 1929 e no pós-guerra, sendo classificadas em três grandes categorias: a) promover ajustamento na alocação de recursos; b) promover ajustamento na distribuição da renda; e c) manter a estabilidade econômica, conhecida como função estabilizadora (Musgrave, 1959).

A pretendida estabilização macroeconômica se mantém na atualidade como utopia também para os reformistas financeiros, ao conceberem a autonomia dos diferentes capitais, como se existissem desarticulados do capital social total. Assim, a crise se lhes apresenta como resultado da exuberância financeira a ser contida por medidas de regulação “[...] contra a ‘primazia’ das finanças, a ‘armadilha’, a ‘ilegitimidade’ da dívida pública, etc.” (Farias, 2015, p. 70). Explicitando o equívoco do reformista financeiro, Farias (2015, p. 70) destaca:

[...] a dialética do universal (capital inativo, capital-fetichado, capital-propriedade e do específico (capital ativo, capital real, capital-função), em que *o mesmo* capitalismo industrial (*lato sensu*) assume três formas de existência, a saber: a forma singular de capital industrial (*stricto sensu*); a forma particular de capital comercial; a forma universal de capital portador de juro e rendas. A utopia abstrata do reformista financeiro ignora que tudo isto faz parte do mesmo comboio dos capitais industriais, no sentido amplo. Em oposição aos interesses dos assalariados, o que permanece na exploração capitalista industrial “não são duas espécies diferentes de capitais, mas *o mesmo* capital que, no processo, funciona como capital, e propicia um lucro que se reparte entre duas categorias diferentes de capitalistas”, como personificação seja do capital-fetichado inativo e “externo” ao processo de geração do lucro, seja do capital real, ativo e “inserido” neste processo (Marx, 1976b, t. 3, p. 559). A burguesia industrial no seu conjunto situa-se na cúpula da apropriação da riqueza social (verticalmente), para além da divisão do trabalho entre os que a compõem (horizontalmente), pois um traço comum lhes é inerente: todos vivem seja da posse, seja da propriedade do capital, em oposição aos que vivem de sua força de trabalho.

Na realidade, as três razões da crise do capital como um todo passam pela dimensão da produção, da acumulação e reprodução que compõem a totalidade *concreta, complexa e*

<sup>174</sup> “[...] Centralização financeira, termo que implica com precisão a presença cada vez mais importante de ativos financeiros nos balanços das famílias ou empresas industriais. Esses mesmos atores não financeiros também acabaram com mais passivos financeiros; concentração financeira caracteriza o rápido crescimento das instituições e mercados financiadores que coincidiu com aumento proporcional dos ativos e passivos financeiros nos balanços dos atores não financeiros.” (Guttman, 2017, p. 859-860, tradução nossa).

*contraditória* do capital. Como apresenta de forma percuciente Farias (2022, p. 25), as crises do capital “[...] se exprimem na queda da rentabilidade (causa imediata), no aumento da financeirização (causa mais profunda) e na persistência do subconsumo das massas (causa última)”. Por essa razão, “[...] as reificações numéricas, em torno da busca da lucratividade da exuberância financeira e da desigualdade de rendimentos” (Farias, 2022, p. 26) produzem uma realidade *pseudo-concreta* que obscurece os fundamentos da luta de classes.

De acordo com Farias (2022), essa luta se expressa nos sentidos horizontal e vertical conforme articulação das categorias essenciais, evidenciadas nos quadros 1 e 2 elaborados por Farias, a partir do Livro III de *O Capital* de Marx.

### Quadro 1 – Luta econômica horizontal

Luta econômica intercapitalista			
Capital Industrial	Capital comercial	Capital Financeiro	Exuberância financeira
Singularidade	Particularidade	Universalidade	
Essência			Aparência

Fonte: Extraído de Farias (2022, p. 26).

### Quadro 2 – Luta econômica vertical

Luta econômica de classes	Concorrência dos capitais	Homogeneidade	Essência
	Pluralidade de capitais	Diferenciação	
	Fontes dos rendimentos	Hierarquização	
Desigualdade de renda			Aparência

Fonte: Extraído de Farias (2022, p. 26).

A posição da maioria dos regulacionistas expressa uma tendência de análise da manifestação do fenômeno, portanto da aparência, sem adentrar na essência da dinâmica do capital total, levando-os à incessante busca de alternativas ao movimento entrópico do capital industrial em seu sentido *lato*. Os regulacionistas Boyer (2000)<sup>175</sup>, Aglietta (2000)<sup>176</sup>, Aglietta

<sup>175</sup> “[...] aqui estão fortes diferenças entre a teoria de um regime ideal e hipotético baseado na equidade e a evidência histórica sobre a chamada ‘nova economia’ americana. Os resultados decepcionantes do modelo podem ser explicados se examinarmos a transformação estrutural observada desde meados da década de 1970 na maioria das economias avançadas e especialmente nos EUA. Primeiro, o contra-ataque monetarista significou o colapso do compromisso fordista entre capital e trabalho e o início de uma grande descentralização e individualização dos contratos de trabalho e dos salários.” (Boyer, 2000, p. 143, tradução nossa).

<sup>176</sup> “O atual regime de crescimento incorporou forças inerentes que subjugam a inflação nos mercados de bens e de trabalho. A concorrência muito mais acirrada que ocorreu com a globalização é responsável por uma mudança drástica na determinação dos preços. A fórmula de fixação de preços compatível com a negociação coletiva na era fordista era uma margem desejada sobre o custo unitário do trabalho, sendo este rácio uma função crescente do hiato do produto como proxy da pressão da procura. No capitalismo actual, as empresas perderam o controle sobre os preços. As mercadorias padrão são cotadas internacionalmente em mercados que estão atormentados por um excesso de capacidade mundial.” (Aglietta, 2000, p. 155, tradução nosa).

e Rebérioux<sup>177</sup> (2005) consideram que o regime de financeirização emerge, liderando a substituição do fundamento do regime de *Bretton Woods* centrado na relação salarial.

De acordo com Carneiro (2020, p. 694),

Esquemáticamente, o padrão *finance-led* funcionaria assim: o sistema financeiro impõe as normas gerais para o funcionamento da economia que seriam apropriadas no nível da firma pela nova governança centrada no primado do acionista, com importantes implicações tanto na relação intercapitalista, via padrão de concorrência das firmas, e natureza do investimento, quanto nas relações de trabalho, internas às firmas ou salariais, e externas, relativas à seguridade social. Teríamos dessa forma um modelo completo de estruturação das relações de produção e um regime de acumulação.

Por sua vez, Chenais (2017, p. 5-6), considera o termo

capital financeiro para designar a concentração e centralização simultânea e interligada do capital monetário, do capital industrial e do capital mercantil ou comercial como resultado da concentração doméstica e transnacional através de fusões e aquisições. Isto é diferente do que hoje é geralmente chamado de capital financeiro, nomeadamente capital monetário concentrado que opera nos mercados financeiros. [...] A maior parte da atividade financeira, nomeadamente as operações comerciais nos mercados financeiros, diz respeito essencialmente à sua distribuição e redistribuição interminável entre as sociedades financeiras através da especulação [...] A massa de capital monetário que perssegue o mesmo objetivo num contexto de baixo investimento e a criação insuficiente de mais-valia conduzem necessariamente a repetidos episódios de crise financeira mais ou menos grave (tradução nossa).

Por outro lado, segundo Farias (2015, p. 66), também alguns autores marxistas, alinhados à teoria estruturalista do sistema, consideram dois eixos constitutivos das relações de produção capitalistas: a dimensão mercantil e sociopolítica na qual se constituem relações verticais de poder entre capitalistas e trabalhadores; a dimensão competitiva intercapitalista, o principal suporte impulsionador do sistema econômico capitalista, na qual se estabelecem relações horizontais entre empresas concorrentes. Farias (2015, p. 66) detalha essa dinâmica, afirmando:

De fato, na dinâmica íntima do capital social total ocorrem movimentos contínuos de conversões e mutações formais do valor-capital, em seus momentos produtivos e improdutivos que, com o avanço da divisão do trabalho entre capitalistas, são tornadas funções específicas, independentes e autônomas de categorias capitalistas particulares, de modo que se constituem como plurais, a saber: o capital industrial (*lato sensu*) nas suas formas industrial (*stricto sensu*), comercial, financeiro, fictícia e fundiária. Apenas a primeira forma é criadora da mais-valia e, portanto, do lucro a ser repartido; mas nos seus negócios, o capital mercantil “recebe do exterior sua taxa de lucro, o vínculo interno desta última com a criação de mais-valia sendo

---

<sup>177</sup> “A liberalização dos mercados financeiros e a ascensão ao poder das poupanças recolhidas pelos investidores institucionais não transferiram o poder dos gestores para os acionistas. Em vez disso, esse poder foi transferido de gestores entrincheirados para uma elite administrativa apoiada por bancos de investimento. Esta elite, que passa de empresa em empresa através dos processos de fusões e aquisições, já não parece ter como objetivo o crescimento da empresa como acontecia durante a era fordista. Em vez disso, o objetivo é obter o máximo fluxo de caixa da empresa para os seus próprios bolsos, aproveitando a liquidez do mercado de ações.” (Aglietta; Ribérioux, 2005, p. 259, tradução nossa).

completamente apagada.” (Marx, 1976a, L. 3, p. 299). Os capitais numerosos produtivos e improdutivos somente se associam na mesma configuração, de maneira autônoma e independente, na medida em que se opõem como figuras distintas de capitalistas industriais, que disputam a massa de lucro correspondente à massa de trabalho não pago à classe trabalhadora explorada sob a forma de mais-valia apropriada pela classe capitalista como um todo, embora o excedente tenha sido gerado ativa e coletivamente.

A possibilidade de obtenção de receita financeira pelo capital, a partir dos serviços da dívida pública paga pelo Estado, com recursos provenientes da exação tributária incidente sobre o trabalho excedente (tributos formalmente pagos pelo capitalista) e sobre o trabalho necessário (tributos indiretos e tributos diretos pagos pelo trabalhador), constitui-se também como instrumento de sustentação da riqueza financeira e como meio de concentração e centralização dos capitais mediados pelo Estado capitalista. Desse modo, o Estado opera o processo de transferência de renda (fluxo) que amplia o estoque do capital inativo, portador de juros, sem a necessidade da produção de mercadorias (valor) a serem realizadas, no contexto em que a dinâmica da concorrência capitalista delimita também o mercado para os produtores capitalistas individuais.

### 7.3.2 Dívida Pública e Capital Fictício

A dívida pública se constitui um elemento fundamental do sistema de crédito capitalista, além de ser imprescindível ao financiamento dos gastos estatais. O sistema de crédito e o sistema da dívida pública constituem componentes da totalidade do modo de produção capitalista. Historicamente, ao longo do processo de desenvolvimento do capitalismo, constituiu-se como um dos mecanismos mais potentes da acumulação primitiva de capital sob a forma de títulos e papéis correspondentes ao capital fictício presente na economia. Segundo Trindade (2006), o sistema da dívida abrange três grupos de objetivos de grande complexidade, que, no processo de articulação entre si, alcançam interesses parcialmente contraditórios e determinantes do modo de organização da emissão de títulos, no circuito dos mercados primário e secundário da dívida pública.

Trindade (2006, p. 164-165) assim detalha a configuração desses objetivos:

i) Constitui a base (juntamente com a bolsa de valores) do sistema de mobilização de capital de empréstimo, tendo que ter as características necessárias de manter a plena conversibilidade (“liquidez”) de capital fictício em capital de empréstimo, garantindo elevado grau de intercâmbio entre os títulos (“fungibilidade”). Os mercados de capital fictício atuam sobre as reservas monetárias ofertáveis tornando-as disponível e conferindo aos títulos de propriedade a capacidade de assumir, quando o proprietário assim o requerer, a forma pretérita de massa monetária. Os títulos da dívida pública, pelas características de menor risco de falência (*default*) do emissor, possibilita garantias que estabilizam os fluxos de capital de empréstimo em conformidade com

prazos, magnitude e interesses dos diferentes ofertantes de capital de empréstimo, principalmente os chamados “investidores institucionais”, eufemismo para denominar os Bancos e outras Instituições financeiras, inclusive os Fundos de Pensão e Fundos Mútuos.

ii) Absorção e destruição de Capital de Empréstimo

O fundo da dívida pública em si, cumprindo a importante função de absorção de capital de empréstimo, esterilizando capital de empréstimo via transformação de dinheiro-capital em dinheiro-renda, o que possibilita a regulação dos grandes volumes de capital de empréstimo, limitando ou restringindo as crises de superprodução. Esse aspecto funcional da dívida pública é central na atual fase de desenvolvimento capitalista.

iii) Financiamento dos Gastos Estatais

O fundo de dívida pública em si, cumprindo a função clássica de financiamento dos gastos públicos, [...] concentra-se no fundo patrimonial público e no fundo destinado a gastos bélicos.

A dívida pública, ao invés de absorver o já limitado capital de empréstimos, que em tese seria demandado pelos capitalistas do setor produtivo, como afirmam as correntes de matriz neoclássica, se constitui em mecanismo de retirada de capital de empréstimo excessivo, da esfera da circulação produtiva, de acordo com a perspectiva marxista. Desse modo, o passivo do Estado atua como um instrumento de desvalorização de parte do capital, evitando a ocorrência de crises de superprodução mais agudas. Ademais, o gasto estatal que se destina à aquisição de valores de uso e rendas (salários) se constitui em consumo improdutivo, decorrente da parcela da renda nacional líquida absorvida pelo Estado como tributos, ou de parte do capital de empréstimo permutado por títulos de dívida pública metamorfoseado sob a forma de dinheiro da renda.

Nesse processo, verifica-se a retirada momentânea do capital monetário da esfera da circulação produtiva, porém este pode retornar à esfera da produção, valorizado nas conjunturas em que os capitalistas decidam investi-lo produtivamente, conforme observa Trindade (2006, p. 230):

O desembolso de dinheiro para aquisição de títulos públicos representa a conversão de capital monetário em forma renda do dinheiro, havendo transferência ao Estado de uma magnitude valor que será transformado em valores de uso por esse agente. Em troca os portadores dos títulos públicos disporão de dinheiro na função de unidade de conta que será capital-latente, enquanto permanecer nessa forma específica

Esse movimento de conversão é ressaltado por Trindade (2006, p. 230), ao afirmar:

Deste modo, a conversão de reserva de valor monetário (capital de empréstimo) em títulos de propriedade sobre renda futura é uma consequência lógica para a reprodução do sistema, isso porque ao mesmo tempo em que o capital de empréstimo será dissipado socialmente, utilizado como forma-dinheiro da renda pelo Estado, consumindo seu valor na forma de fundo público ou bens bélicos, por outro, o capitalista proprietário daquela magnitude monetária trocada contra papel do Estado, tem a disponibilidade sobre o uso futuro de riqueza ainda a ser gerada, correspondente à contrapartida de direitos sobre o juro da dívida pública.

No Brasil, o RMI vem, ao longo das últimas décadas, potencializando o capital fictício, à medida que a AM coloca em mercado títulos da dívida pública destinados a operações de enxugamento da liquidez. É na compra e venda desses títulos que se transmite a política monetária (política de juros), utilizada para o cumprimento das metas de inflação perseguidas pelo Banco Central (função *estabilizadora* do Estado). A remuneração desses títulos (juros) realiza-se com recursos tributários e emissão de dívida nova, exponenciando o capital portador de juros pertencente a bancos, empresas do setor produtivo, fundos de investimento, investidores institucionais (fundos de pensão), estados, municípios e pessoas físicas que obtêm uma fonte de renda sob a forma de juros, com a rolagem da dívida pública e a esterilização monetária resultante dos influxos de moeda estrangeira.

Isso implica a mobilização de recursos por parte das empresas do setor produtivo em títulos da dívida pública, na tentativa de capturar rendimentos. No entanto, como alerta Harvey (2013, p. 356), nesse movimento de circulação financeira, conforme já indicara o próprio Marx: “[...] o investimento em apropriação (rendas, dívidas do governo, etc.) parece tão importante quanto um investimento na produção. Marx insiste que somente o último importa”, como reitera Harvey (2013, p. 356) ao afirmar que: “Se o capital investisse todo o dinheiro na apropriação e nenhum na produção real, então o capitalismo não serviria mais para este mundo”.

Compreendendo o capital fictício como parte da totalidade do capital, Harvey (2013, p. 356-7) explicita:

Quando exploramos, passo a passo, o processo de acumulação e suas contradições, descobrimos que o capital fictício está contido no próprio conceito de capital. A formação e circulação do capital fixo são necessárias para a acumulação. A barreira que o capital fixo cria para a acumulação futura só pode ser superada por meio do sistema de crédito em geral e pela criação de formas fictícias de capital em particular. Permitindo que o capital fictício floresça, o sistema de crédito pode suportar a transformação da circulação em capital fixo e enfrentar as crescentes pressões que surgem à medida que cada vez mais capital social total na sociedade começa a circular em forma fixa. O capital fictício é tão necessário para a acumulação quanto o capital fixo. [...] Dada à linha geral do argumento de Marx, relacionada à maneira com que as contradições internas do capitalismo são generalizadas e elaboradas, não deve surpreender que a circulação do capital que rende juros seja simultaneamente a salvação da acumulação e “a origem de todos os tipos de formas insanas”. Assim podemos entender o papel duplo do capital fictício.

Nesse sentido, a autonomia/independência operacional da AM que lhe concede plena liberdade para utilizar a política monetária visando ao cumprimento das metas de inflação, expande a participação dos gastos financeiros sobre o fundo público, constituído por tributos que incidem não apenas sobre a mais-valia (lucro) apropriada pelo capital, mas também sobre o trabalho necessário, à medida que tal fundo contém recursos advindos de tributos incidentes sobre salário e consumo (como no caso dos tributos indiretos sobre produtos da cesta básica).

Assim, essa formação/constituição de capitais fictícios é socializada, uma vez que a remuneração é proveniente de tributos e de dívida pública nova. Mesmo que o pagamento de juros fosse realizado com emissão monetária, a socialização dos rendimentos dos *investidores* ocorreria da mesma forma, dado que a base monetária é considerada dívida pública não remunerada.

O capital fictício decorrente da emissão de dívida pública que não significa obtenção de empréstimo para a produção de mercadorias, mas sim, para o pagamento de juros, é, na concepção de Marx (1986, Livro III, Tomo 2, v. V, p. 10), “[...] puramente fictício, e a partir do momento em que os títulos de dívida se tornam invendáveis, desaparece a aparência desse capital. Não obstante, como logo veremos, esse capital fictício tem seu próprio movimento”.

A dinâmica própria do capital fictício se desvia do valor do capital real acumulado no seu processo de valorização ampliada, a partir do lucro advindo do trabalho não pago na esfera produtiva. Marx (1986, Livro III, Tomo 2, v. V, p. 13) assevera que:

A maior parte do capital bancário é, portanto, puramente fictícia e consiste em títulos de dívidas (letras de câmbio), títulos de dívida pública (que representam capital passado) e ações (direito sobre rendimento futuro). Não se deve esquecer que o valor monetário do capital que esses papéis nas caixas fortes do banqueiro representam – mesmo à medida que são direitos sobre rendimentos seguros (como no caso dos títulos da dívida pública) ou à medida que são títulos de propriedade do capital real (como no caso das ações) – é completamente fictício e que é regulado de modo a se desviar do valor do capital real que, pelo menos parcialmente, representam; ou onde representam mero direito a rendimentos e não capital, o direito ao mesmo rendimento se expressa num montante sempre variável de capital monetário fictício. Além disso, esse capital fictício do banqueiro, em grande parte, não representa seu próprio capital, mas o do público, que o deposita com ele, com ou sem juros.

Uma análise superficial pode levar à superestimação da função do capital fictício como preponderante nessa fase contemporânea do capitalismo em escala mundial, no contexto de desregulação e mobilidade de capitais, a partir dos anos 1980. Uma abordagem enviesada, com base em categorias aparenticiais, pode indicar que o dinheiro é, ele próprio, fonte de rendimento sob a forma de juros. Esse tipo de análise muito frequente, a partir do processo da desintermediação bancária, da desregulamentação dos mercados financeiros, aliada às mudanças propiciadas pela microeletrônica, com mercados interconectados, em âmbito mundial, negam o que Marx (1986, Livro III, Tomo 1, v. IV, p. 294) desvelou:

O juro é apenas parte do lucro, isto é da mais-valia que o capitalista funcionante extorque do trabalhador, o juro aparece agora, ao contrário, como fruto do próprio capital, como o original e o lucro, agora na forma de ganho empresarial, como mero acessório aditivo que lhe advém no processo de produção. Aqui a figura fetichista do capital e a concepção do fetiche-capital está acabada. Em  $D - D'$  temos a forma irracional do capital, a inversão e reificação das relações de produção em sua potência mais elevada.

No entanto, essa suposta autonomia do capital fictício não se sustenta ao se resgatarem as conexões intrínsecas ao movimento da formação sócio-histórica do capital, resultante do modo como o capitalismo associa lucro/juro, renda da terra e salário, como partes constitutivas do valor em geral que resulta do processo de produção social. Behring (2021, p. 90-91) chama atenção para a tendência de *autonomização* do capital fictício, pois,

[...] Marx mostra como vai se perdendo o fio dessa conexão interna essencial, ocultando o mecanismo central do capitalismo que é a mais-valia a partir da exploração da força de trabalho e, em contrapartida, autonomizando as personas do capital, sendo a mais estranha o capital que rende juros, em que a conexão com a mais-valia como fonte fica soterrada. [...] A substância das fontes de rendimento das personas do capital, às quais estão subjacentes as classes, é a mais-valia, mais-trabalho, trabalho excedente. No caso do trabalho, seu rendimento corresponde ao trabalho necessário.

O processo de valorização do capital fictício se apresenta como se no ciclo de rotação do capital fosse possível capital monetário gerar mais dinheiro<sup>178</sup> (D - D'), sem se metamorfosear em mercadorias (capital constante e força de trabalho) que, no processo de produção, dão origem a uma mercadoria (M') de maior valor que o capital adiantado inicialmente (D), por conter a mais-valia extraída do trabalho não pago. Em Marx (1986, Livro III, Tomo 2, v. V, p. 11),

A formação do capital fictício chama-se capitalização. Cada receita que se apresenta regularmente é capitalizada em se a calculando na base da taxa média de juros, como importância que um capital, emprestado a essa taxa de juros, proporcionaria; [...] Mesmo lá onde o título de dívida – o título de valor – não representa, como no caso das dívidas públicas, um capital puramente ilusório, o valor-capital desse título é puramente ilusório.

Além do mais, Marx (1986, Livro III, Tomo 2, v. V, p. 14) apresenta em detalhes esse movimento ilusório do capital monetário ao afirmar que,

Com o desenvolvimento do capital portador de juros e do sistema de crédito, todo capital parece duplicar e às vezes triplicar pelo modo diverso em que o mesmo capital ou simplesmente o mesmo título de dívida aparece, em diferentes mãos, sob diversas formas. A maior parte desse “capital monetário” é puramente fictícia. Todos os depósitos, excetuado o fundo de reserva, são apenas créditos contra o banqueiro, mas nunca existem em depósito.

De fato, esse processo ocorre cotidianamente nas operações do sistema bancário, uma vez que os empréstimos não têm origem no fundo de recursos emprestáveis como pressupõem as teorias clássica e neoclássica. Os bancos não estão limitados em suas operações às suas reservas e ao seu patrimônio líquido; eles tendem a acomodar a demanda por recursos, criando a sua própria moeda (moeda escritural ou bancária) mediante as relações de débito e crédito

---

<sup>178</sup> Isso corresponde ao que Marx (1986, Livro III, Tomo 1, v. IV, p. 293) afirma: “[...] a relação-capital atinge sua forma mais alienada e mais fetichista. Temos aí D - D', dinheiro que gera mais dinheiro, valor que valoriza a si mesmo, sem o processo que medeia os dois extremos”.



que estabelecem com seus clientes. Ou seja, criam endogenamente moeda. Nesse sentido, a moeda não é um estoque como suposto pela Teoria Quantitativa, mas sim, um fluxo com oferta e demanda interdependentes.

Entretanto, “[...] o movimento autônomo do valor desses títulos de propriedade [...]”, sejam de dívida pública, sejam de ações, faz parecer “[...] como se eles constituíssem capital real ao lado do capital ou do direito ao qual possivelmente deem título”. Nessa dinâmica, “[...] se tornam mercadorias cujo preço tem um movimento e uma fixação peculiares”. (Marx, 1986, Livro III, v. V, p. 11). A partir dessas circunstâncias, frente ao caráter especulativo de projeção em relação ao comportamento futuro da receita real de empresas, ou da arrecadação e higidez financeira dos Estados Nacionais, é demandado certo grau de segurança e avaliação de riscos. Como observa Behring (2021, p. 85), nas conjunturas de crise, “[...] a desvalorização dos papéis atua como meio de centralização das fortunas em dinheiro”.

Desse modo, parte substancial do capital bancário é convertida em papéis portadores de juro que funcionam como se ativo real fossem, podendo se constituir em direito a um rendimento mais seguro, como é o caso da dívida pública, ou auferir rendimentos mediante lucros, incorrendo em maiores riscos, como no caso das ações. No jargão do mercado financeiro, isso corresponde ao *trade off*, investimento em renda fixa (mais seguro) *versus* investimento em renda variável (com possibilidade de maiores ganhos, porém com maior risco).

No entanto, Marx (1986, Livro III, Tomo 1, v. IV, p. 294) já havia destacado fortemente o significado real desse processo, ao tratar do capital portador de juros:

O capital aparece como fonte milagrosa, autocriadora do juro, de seu próprio incremento. A coisa (dinheiro, mercadoria, valor) já é capital como mera coisa e o capital aparece como simples coisa; o resultado do processo global de produção aparece como propriedade que cabe por si a uma coisa; depende do possuidor do dinheiro, isto é, da mercadoria em sua forma sempre intercambiável, se ele quer despendê-lo como dinheiro ou alugá-lo como capital. Na mesma forma do capital portador de juros, portanto, esse fetiche automático está elaborado em sua pureza, valor que valoriza a si mesmo, dinheiro que gera dinheiro e ele não traz nenhuma marca de seu nascimento. A relação social está consumada como relação de uma coisa, do dinheiro consigo mesmo. Em vez da transformação real do dinheiro em capital aqui se mostra apenas sua forma sem conteúdo. Como no caso da força de trabalho, o valor de uso do dinheiro torna-se aqui o de criar valor, valor maior do que o contido nele mesmo.

Sob o modo de produção capitalista, a forma sempre predominante de mascaramento do processo de produção real da mais-valia também permeia as crises, nas quais, segundo Marx (1986, Livro III, Tomo 2, v. V, p. 49), “[...] enquanto o caráter social do trabalho aparecer como *existência monetária* da mercadoria e por isso, como uma coisa fora da produção real, as crises monetárias, independente de crises reais ou como seu agravante, são inevitáveis”.

Nas situações em que se verifica superprodução, a realização das mercadorias tende a não ocorrer, ficando os mercados saturados, o que provoca ociosidade do capital fixo na indústria. Desse modo, há uma tendência à contração do crédito, pois o capital investido fica desocupado em massa, com a paralisação do processo produtivo. Na realidade, para Marx (1986, Livro III, Tomo 2, v. V, p. 24), a razão última das crises é sempre consequência da pobreza e da restrição do consumo de massas, “[...] em face do impulso da produção capitalista a desenvolver as forças produtivas, como se apenas a capacidade absoluta de consumo da sociedade constituísse seu limite”.

Contraditoriamente, o sistema de concessão de crédito associado ao manejo das taxas de juros que acelera a circulação e, por conseguinte, a produção em certa medida, mitigam a tendência de crise e sua manifestação mais aguda, “[...] constituindo reservas, ainda que não indefinidamente, pois subitamente pode ocorrer colapso e nenhuma espécie de legislação bancária é capaz de eliminar a crise, quando o crédito do qual há uma dependência crescente cessa.” (Behring, 2021, p. 86).

Assim, durante a crise, tende a ocorrer uma desvalorização dos títulos representativos de direitos dos proprietários de capital fictício, a despeito de os Estados Nacionais, por intermédio das Autoridades Monetárias, disponibilizarem algum suporte a esse crescimento em marcha forçada do processo de reprodução. Nas situações em que ocorre acúmulo de mais-valia decorrente da produção, sem aplicação imediata em investimento produtivo, as massas monetárias tornam-se capital de empréstimo, podendo engendrar a aplicação nas Bolsas e em outras formas de especulação e, claro, na extração de renda do fundo público, pela via dos títulos de dívida pública.

Como ressalta Farias (2015, p. 79),

A análise marxiana da relação acumulação de *moneyed capital* versus acumulação de capital real mostrou que, em particular, “a acumulação do capital da dívida pública não é nada mais do que o desenvolvimento de uma classe de credores do Estado autorizados a retirar para si certas somas do montante dos impostos”, isto é, da receita pública; em geral, na forma intrínseca da acumulação de *moneyed capital*, ela se torna pura e simplesmente uma “acumulação de direitos de propriedade sobre o trabalho.” (Marx, 1976a, L.3, p. 440). O fato de que “a acumulação da riqueza” da classe dos afortunados possuidores de *moneyed capital* “pode efetuar-se em direção bem diversa da acumulação real; demonstra, porém, em todo caso, que essa classe embolsa boa parte desta última.” (Marx, 1976a, L.3, p. 435).

De fato, a existência do sistema de crédito bancário, que tem no Banco Central o emprestador de última instância, amplia o poder da classe *parasitária* (os portadores de títulos) com capacidade de aniquilar capitalistas do ramo industrial. O seu funcionamento, por centralizar as reservas monetárias de diversos setores e por ter a possibilidade de criar moeda

creditícia, é capaz de afetar a economia de forma sistêmica, pois enquanto a produção transcorre em *aparente normalidade*, o crédito resultante dos recursos concentrados nos bancos tende a ocupar o seu lugar. Contudo, se ele é atingido pelos efeitos da superprodução<sup>179</sup>, torna-se imperativa a sua conversão em dinheiro.

Portanto, o movimento de reprodução ampliada do capital na sua totalidade não pode ser apreendido sem se levar em conta a interdependência e a contradição imanentes às fases da produção, da circulação e da concorrência entre os diferentes capitais singulares. A sustentação da base dessa formação sócio histórica não pode prescindir da superestrutura, sendo o Estado capitalista a sua materialização e o aglutinador dos seus interesses na manutenção da ordem social e política que lhe dá sustentação, permitindo e possibilitando a sua reprodução ampliada, ao administrar os seus conflitos de forma que uma crise ulterior seja mantida sob aparente controle e não se explicita em seu grau irremediável de profundidade.

Toda a miragem de estabilidade que têm os capitalistas, contando com a mediação do Estado sob seu controle, não se materializa de forma perene, visto que as crises são derivadas da contradição estabelecida entre os capitais e as suas formas de reprodução. “[...] Não há unidade sem luta entre ‘as condições de exploração imediata’, próprias ao capital produtivo, ‘que não são idênticas’ àquelas ‘de sua realização’, inerentes ao capital improdutivo, pois são configurações lógicas e históricas divergentes.” (Farias, 2015, p. 81). Marx (1986, Livro III, Tomo 1, v. IV, p. 185) esclarece essas configurações divergentes, asseverando que

Um são limitadas pela força produtiva da sociedade, outras pela proporcionalidade dos diferentes ramos da produção e pela capacidade de consumo da sociedade. Esta última não é, porém, determinada pela força absoluta de produção nem pela capacidade absoluta de consumo; mas pela capacidade de consumo com base nas relações antagônicas de distribuição, que reduzem o consumo da grande massa da sociedade a um mínimo só modificável dentro de limites mais ou menos estreitos.

Em última instância, nas crises periódicas do capitalismo contemporâneo se evidenciou a primazia do capital portador de juros, com expansão assimétrica, aparentemente autônoma em relação ao capital produtivo, porém constitutivo do processo de concentração e centralização do capitalismo, característico das inversões de capital de forma patrimonialista e do capital de conhecimento e informação, ampliado pelo uso das tecnologias digitais produzidas pela chamada revolução da microeletrônica.

---

<sup>179</sup> “*In fine*, a causa da crise reside na concorrência - entre os capitais numerosos, cujas formas movimentam internamente valores (presentes e futuros, reais e fictícios) de modo autônomo e irregular (com leis e normas distintas) - combinada, simultaneamente, com a desproporção entre a reduzida demanda solvável das massas relativamente à capacidade produtiva global da sociedade” (Farias, 2015, p. 80).

Nesse processo, o capital fictício intervém no setor comercial e industrial, na reconfiguração das relações entre o Estado e o capital, sobretudo pelo poder ampliado dos rentistas na definição das políticas macroeconômicas dos diferentes governos em âmbito mundial, entretanto, sua plena hegemonia é ilusória, embora a existência do capital fictício seja intrínseca à constituição e reprodução do capitalismo.

De fato, o sistema capitalista busca alternativas à reprodução da lógica de acumulação. Nesse sentido, a dívida pública constitui-se como mecanismo funcional e em certa medida controlável de desvalorização do capital, pois viabiliza aos capitais acumulados em excesso uma aplicação lucrativa, que se origina da transferência de valores oriundos da esfera da produção.

Como observa Trindade (2006, p. 230-231),

Esse mecanismo de esterilização de valor possibilita em períodos normais, que o portador desses títulos ao vendê-los, retome a capacidade de direção sobre uma massa de capital monetário que poderá ser investido no ciclo de acumulação capitalista ou revertido em nova aplicação rentista. O juro pago pelo Estado aos portadores dos títulos públicos não tem relação alguma com o capital despendido, ou seja, o juro pago, assim como a amortização do principal da dívida, é resultante da receita fiscal ou de novos capitais de empréstimo tomados pelo Estado na forma de novo endividamento.

O crescimento da dívida pública na atual fase do capitalismo contribui para expandir a dimensão financeira no contexto histórico e político do neoliberalismo. Nessa conjuntura, destacam-se principalmente a liberalização financeira e a desregulamentação do mercado de trabalho, produzindo impactos sobretudo nas relações entre capital e trabalho. Embora os trabalhadores e as famílias das diferentes classes sociais tenham sido induzidos a realizar aplicação de suas rendas em ativos financeiros (fundos de pensão, seguros, fundos financeiros, planos de aposentadoria privada, etc.), os resultados alcançados por esses segmentos evidenciam uma crescente desigualdade. Além de terem suas dívidas aumentadas, têm tido a perda crescente de acesso às políticas públicas de atendimento às suas necessidades básicas, como moradia, aposentadorias, pensões, educação, saúde, transporte, entre outros.

Também os bancos e outras instituições financeiras tem capturado parte crescente do rendimento das famílias, mediante o financiamento ao consumo e canalizado sua poupança, potencializando a extração de rendimentos na esfera financeira. Para compreensão dessa dinâmica, é necessário ressaltar o conceito de lucro oriundo do processo de alienação ou de expropriação, que é fundamental para entender o lucro financeiro que se origina do comércio de ativos financeiros, bem como os obtidos dos ganhos de capital, como exposto por Lapavistas (2013, 192-123):

O conceito de “ganho derivado de alienação ou expropriação” é vital para a análise do ganho financeiro obtido na negociação de ativos financeiros, bem como daquele obtido com ganhos de capital. É também vital analisar o ganho financeiro obtido com empréstimos hipotecários e ao consumo às famílias, e aquele obtido com a gestão de fundos como os fundos de pensões. Estas formas de ganho financeiro podem ser acumuladas diretamente pelos detentores de ativos financeiros ou pelas instituições financeiras como taxas, comissões e lucros de propriedade. São estes que contêm o ponto essencial da noção de “expropriação financeira”, outrora proposta como um aspecto essencial do capitalismo financeirizado. Na sua essência, trata-se de uma relação de exploração que representa a apropriação direta do rendimento pessoal nominal ou do capital emprestável e do dinheiro simples que pertence a terceiros. No entanto, é diferente da exploração da produção e baseia-se num jogo de soma zero entre as partes envolvidas nas transações financeiras. Já num nível de complexidade mais elevado, poderia também ser um passo intermédio na apropriação de uma parte do fluxo de mais-valia (tradução nossa).

Lapavitsas (2013, p. 193) destaca os fundamentos sociais da expropriação financeira, ressaltando em primeiro lugar o caráter não capitalista da renda pessoal. Nesse sentido,

Os trabalhadores e outros agentes realizam transações financeiras para obter valores de uso, seja imediatamente na forma de ativos salariais ou no futuro através de uma pensão. Em vez disso, o que as instituições financeiras esperam das transações financeiras é obter lucro. Existem diferenças sistemáticas de informação, organização e poder social entre as duas partes envolvidas, o que potencialmente permite que as instituições financeiras explorem os detentores de rendimentos pessoais. Claro, é possível que os trabalhadores se envolvam em transações financeiras com fins lucrativos, mas isto não elimina as diferenças sistemáticas entre indivíduos e instituições financeiras como partes opostas nas transações (tradução nossa).

Por outro lado, Lapavitsas (2013, p. 193) também destaca:

Os fundamentos sociais da expropriação também se encontram no conteúdo peculiar do ato de negociar capital emprestável nos mercados financeiros. As transações de capital para empréstimo envolvem o adiantamento de valor em troca de obrigações futuras que continuam a ser negociadas. O lucro das partes envolvidas surge, em primeira instância, como uma parcela do capital emprestável inicialmente negociado, ou seja, é derivado de um jogo de soma zero. Contudo, se as obrigações anexas fossem validadas por fluxos futuros de valor, o jogo de soma zero tornar-se-ia um preâmbulo à extração de lucros através de mais-valia ou rendimento futuro. Se, por outro lado, as obrigações não fossem validadas, os lucros da negociação inicial continuariam a ser uma parte do capital emprestável de um terceiro (tradução nossa).

O processo de expropriação operado pelo conjunto das instituições financeiras, sobretudo a partir da década de 1980, tornou evidente uma intervenção assimétrica<sup>180</sup> do Estado favorecendo esse setor, quando comparada à sua retração no financiamento das políticas públicas destinadas às famílias. Nos diferentes episódios de crises financeiras localizadas e na crise internacional iniciada na primeira década dos anos 2000, se explicitou de forma mais

<sup>180</sup> “Em detrimento da dialética do *Estado capitalista contemporâneo*, o falso debate da análise econômica burguesa sobre Estado máximo *versus* Estado mínimo tem um viés quantitativo e fetichista que oculta a questão qualitativa sobre a especificidade estatal quanto à sua natureza e ao seu papel na configuração imperialista pós-moderna e neoliberal. (Farias, 2000, 2013a).” (Farias, 2020, p. 13).

intensa a regulação estatal subordinada aos interesses do capital, para evitar o colapso do sistema bancário em nível mundial.

As tentativas de regulação sistêmica por meio do próprio sistema financeiro, tendo por exemplo os acordos de Basileia<sup>181</sup> I, II e III, demonstraram a resistência dos grandes mercados financeiros internacionais em admitir o controle mediante a conta de capital do dinheiro de empréstimo, refletindo o caráter profundamente estrutural da financeirização no desenvolvimento do capitalismo. Lapvitsas (2013, p. 405) afirma:

[...] a financeirização representa uma transformação do capitalismo maduro que reside na alteração do comportamento das empresas não financeiras, dos bancos e das famílias. A transformação ocorreu nas últimas quatro décadas dentro de um “canal de acumulação” determinado pela ideologia neoliberal e moldado pela desregulamentação dos mercados de trabalho e financeiros. A financeirização também tem uma dimensão subordinada nos países em desenvolvimento, o que reflete a natureza hierárquica do mercado internacional e do dinheiro global (tradução nossa).

Resgatar as conexões entre a dívida pública e o sistema financeiro, e deste com as relações de extração da mais-valia e expropriação da renda, incluindo a renda pessoal, evidencia a presença do Estado como agente imprescindível ao processo de acumulação e centralização de capitais, intervindo diretamente pela via da regulação, ou ausência desta, mediante a desregulamentação, constituindo dívida pública com sua contrapartida em capital fictício, além da execução de política macroeconômica que induz aos processos de privatização e a conseqüente monetização dos diferentes aspectos da vida (saúde, educação, moradia, mobilidade urbana, saneamento, aposentadorias, etc.).

### 7.3.3 Associação Inelutável entre Estado e Capital

A emergência do Estado moderno ocorre, simultaneamente, e com a mesma inexorabilidade com que se produz a expansão das estruturas econômicas do capital, que constituem, em última instância, a base do capitalismo. Marx, ao contrário de Hegel, não admitia a concepção de Estado como uma autocriação do espírito, mas como produto do modo de existência material dos indivíduos, como afirma na *Ideologia Alemã I*:

A estrutura social e o Estado nascem constantemente do processo de vida de indivíduos determinados, mas destes indivíduos não como podem aparecer na imaginação própria ou alheia, mas tal e como *realmente* são, isto é, tal e como atuam e produzem materialmente e, portanto, tal e como desenvolvem suas atividades sob

<sup>181</sup> Iniciativas de regulação conforme o mercado foram institucionalizadas nos acordos de Basileia I (1988) e II (2004), que foram revisados para formular o acordo de Basileia III (2010). Esses acordos foram desenvolvidos essencialmente por bancos para os bancos e promovidos internacionalmente pelo BIS, instituição estabelecida para fomentar a cooperação entre os bancos centrais através de diversos mecanismos institucionais, como reuniões periódicas coordenadas pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, uma instância do BIS constituída pelos membros dos bancos centrais. Para um abordagem mais detalhada ver Mendonça e Deos (2020, p. 1-26).

determinados limites, pressupostos e condições materiais, independentes de sua vontade (Marx, 1987, p. 36).

Considerando essa assertiva, o Estado assume uma função de complementaridade sob a forma de uma estrutura centralizadora de comando político do capital. São os aparelhos do Estado que ao longo da história têm garantido a viabilidade, ainda que não ilimitada, do controle sociometabólico singular, requerido pela ordem do capital.

Portanto, o Estado moderno é parte constitutiva do sistema do capital. Como afirma Mészáros (2011b, p. 106), “[...] a formação do Estado moderno é uma exigência absoluta para assegurar e proteger a produtividade do sistema”. Desse modo, “[...] o capital chegou à dominância no reino da produção material paralelamente ao desenvolvimento das práticas políticas totalizadoras que dão forma ao Estado moderno” (Mészáros, 2011b, p. 106). Por essa razão, não por acaso, coincide que o ciclo último de expansão do capitalismo, no século XX, tenha ocorrido concomitantemente à crise do Estado moderno nas suas diferentes formas, quer sejam Estados liberais-democráticos, quer Estados ditatoriais e Estados considerados pós-capitalistas, pertencentes ao bloco do socialismo real, sob a liderança da então União Soviética.

A magnitude da crise estrutural do capitalismo atinge profundamente o conjunto das instituições do Estado e suas formas próprias de organização. “Junto com esta crise vem a crise política em geral, sob todos os seus aspectos, e não somente sob os diretamente preocupados com a legitimação ideológica de qualquer sistema particular de Estado” (Mészáros, 2011b, p. 107). É intrínseca ao Estado moderno sua função reguladora, sempre acionada, por se constituir como “[...] a única estrutura corretiva compatível com os parâmetros estruturais do capital como modo de controle sociometabólico.” (Mészáros, 2011b, p. 107).

Essa função reguladora, corretiva, tem como fronteira a sua adequação aos limites da ordem do capital, sem contudo criar restrições ao seu processo de expansão na sua totalidade, o que pode implicar procedimentos aparentemente contraditórios entre frações do capital (produção e controle; produção e consumo; produção e circulação). No entanto, a regulação capitalista tem por objetivo *corrigir* a falta de unidade entre os aspectos da totalidade do processo de reprodução em sua forma ampliada.

Em relação à produção e ao controle, o Estado cumpre a função de regulamentar a subordinação da força de trabalho, mediante sua interveniência jurídica, com sistemas de contrato que fazem transparecer acordos entre *equivalentes* livres e iguais. Além disso, a estrutura do aparato estatal é requerida pelo capital para garantir a sua própria continuidade, mediante a regulamentação compulsória da transmissão da propriedade, “[...] perpetuando também a alienação do controle pelos produtores.” (Mészáros, 2011b, p. 108). Como resultado

de uma sedimentação desse processo de controle podem ocorrer injunções políticas e legais, diretas ou indiretas, em conflitos constantes entre unidades socioeconômicas particulares, o que possibilita tendências de concentração e centralização em âmbito mundial, que se materializam em corporações transnacionais e monopólios industriais. Mézáros (2011b, p. 108-109) indica a abrangência da ação do Estado demandada pelo capital, ao explicitar que:

[...] O Estado moderno altamente burocratizado, com toda a complexidade de seu maquinário legal e político, surge da absoluta necessidade material da ordem sócio-metabólica do capital e depois, por sua vez – na forma de uma reciprocidade dialética – torna-se uma pré-condição essencial para a subsequente articulação de todo o conjunto. Isso significa que o Estado se afirma como pré-requisito indispensável para o funcionamento permanente do sistema do capital, em seu microcosmo e nas interações das unidades particulares de produção entre si, afetando intensamente tudo, desde os intercâmbios locais mais imediatos até os de nível mais mediato e abrangente.

Sobre a ruptura entre produção e consumo, a expansão exponencializada do capital, sobretudo a partir do século XX, deslocou a predominância da produção de valores de uso pela explosão de produtos supérfluos que chegam a criar a fantasia da redução das iniquidades, difundindo a ideologia da “soberania do consumidor” (Mézáros, 2011b, p. 109). Essa produção distanciada das necessidades reais parece não ter limite, entretanto vai se tornando cada vez mais destrutiva, por ter existência independente, estimulando o consumo excessivo que gera uma percepção ilusória de inclusão em níveis superiores de classe social.

A crise ecológica se agrava cada vez mais porque, obviamente, para além do fordismo e na globalização a produção pela produção em massa da riqueza material persiste em não aplicar adequadamente as leis da natureza, ao mesmo tempo em que reifica e naturaliza o consumo-produtivismo neoliberal (Farias, 2020, p. 18).

Apesar da pressão pela racionalização ideológica do consumo, o Estado preconiza a necessidade de se conciliar com a concretude existente, sem destoar da ordem do capital, de forma a aceitar as características das condições sociais e econômicas materiais presentes, ignorando as consequências destrutivas desse *modus vivendi* que, de acordo com Mézáros, (2011a, p. 73) expressa:

Outra contradição básica do sistema capitalista de controle é que ele não pode separar “avanço” de *destruição*, nem “progresso” de *desperdício* – ainda que as resultantes sejam catastróficas. Quanto mais o sistema destrava os poderes da produtividade, mais libera os poderes de destruição; e quanto mais dilata o volume da produção tanto mais tende sepultar tudo sob montanhas de lixo asfixiante. O conceito de *economia* é radicalmente incompatível com a “economia” da produção do capital, que necessariamente causa um duplo malefício, primeiro por usar com desperdício voraz os *limitados recursos* do nosso planeta, o que é posteriormente agravado pela *poluição* e pelo *envenenamento do meio ambiente humano*, decorrentes da produção em massa de lixo e efluentes.

No entanto, apesar dessa realidade concreta e desfavorável à manutenção da vida, em última instância, é disseminada a ideia de uma unidade e coesão social dentro da ordem da estrutura do capital, como se limites reais a essa condição fossem inexistentes. Opondo-se



criticamente a essa aparente *harmonia* entre os processos produtivos, as condições de existência dos seres humanos e a natureza, afirma Farias (2020, p. 18): “[...] somente por abstração racional, a questão da opressão econômica política e social pode ser separada tanto nos seus elementos específicos componentes de uma formação socioeconômica (questão social), quanto das suas relações com a natureza (questão ecológica)”. Por outro lado, “[...] a abstração marxiana não faz um isolamento, uma separação definitiva, pois a totalidade concreta pode ser consolidada, ou melhor, reconstituída na riqueza de suas múltiplas determinações.” (Farias, 2000, p. 18).

Em relação à produção e circulação, emerge também uma outra contradição fundamental, porque “[...] historicamente as estruturas corretivas global e de comando político do sistema do capital, se articulam como *Estados nacionais*” (Mészáros, 2011b, p. 111, grifo nosso). Ocorre que, estando inseridos no circuito de circulação global, por meio da reprodução e do controle sociometabólico, não podem atuar dentro dos limites nacionais apenas. Diante da dupla função que lhe é imposta pelo capital, o Estado, na tentativa de solucionar esse dilema, institui um sistema de *duplo padrão*<sup>182</sup>: internamente, nos países de capitalismo central, é concedido um padrão de vida mais confortável para os trabalhadores, sob a vigência de uma democracia liberal; mas, nos países periféricos, funciona um governo que busca maximizar a exploração da força de trabalho, sob um controle autoritário, que pode ser ditatorial, caso haja para os proprietários uma ameaça à sua dominação.

A globalização, de acordo com Mészáros (2011b, p. 111), enquanto

[...] um sistema internacional de dominação e subordinação, no plano da política totalizadora, corresponde ao estabelecimento de uma hierarquia de Estados nacionais mais, ou menos, poderosos que gozem – ou padeçam – da posição a eles atribuída pela relação de forças em vigor (mas de vez em quando, é inevitável, violentamente contestada) na ordem de poder do capital global.

Decorrem da situação da globalização duas tendências complementares: de um lado, um certo nivelamento do índice do grau de exploração, que tende a levar para baixo o padrão de vida dos trabalhadores nos países do centro do sistema capitalista. De outro lado, concomitantemente a essa tendência, emergem, de forma crescente, governos autoritários nos Estados metropolitanos, o que produz um desapontamento com a democracia liberal outrora incontestável.

---

<sup>182</sup> O *duplo padrão* não foi estabelecido como um aspecto a ser mantido no ordenamento global do capital. Sua duração está determinada pelas condições da ascendência do capitalismo, enquanto a expansão e a acumulação tranquilas proporcionarem a margem de lucro necessária, que permita manter um diferencial de exploração da força de trabalho nos países centrais, comparativamente à existência da força de trabalho no resto do mundo (Mészáros, 2011b).

No âmbito dos Estados nacionais, caberia zelar para que se evite a inexorável tendência de concentração e centralização do capital, capaz de eliminar, prematuramente, unidades de produção que, embora menos eficientes, comparativamente a unidades maiores do mesmo ramo, ainda sejam viáveis. Se isso ocorresse, afetaria de modo desfavorável a força combinada do capital nacional em seu conjunto.

Essa é a razão pela qual torna-se necessário construir uma institucionalidade capaz de fazer face à formação indesejada de oligopólios, se isso for do interesse do capital interno e as condições gerais o permitirem. No entanto, em certas circunstâncias, essa forma de regulação pode ser tornada sem efeito, desde que seja do interesse do conjunto do capital nacional<sup>183</sup>. Quando isto acontece, se desfaz o simulacro de uma convergência de interesses face à contradição que se sobrepõe ao modo de regulação estatal nacional.

Por outro lado, contraditoriamente, no plano internacional, não interessa ao Estado nacional limitar a tendência à monopolização das empresas com grande poder de mercado. De fato, muito pelo contrário, no plano da competição internacional entre capitais, “[...] quanto mais forte e menos sujeita à regulação, for a empresa econômica que recebe apoio político (e se preciso, também militar) maior a probabilidade de vencer seus adversários políticos ou potenciais.” (Mészáros, 2011b, p. 119).

É por essa razão que a relação entre Estado e empresas concorrentes em âmbito mundial se caracteriza pela facilitação e apoio estatal, sem disfarce, à realização de seus projetos de expansão monopolista.

Entretanto, embora os interesses de determinados capitais nacionais possam se distinguir e, no caso dos Estados dominantes, ser também fortemente protegidos contra a invasão de outros capitais nacionais, esta proteção não tem como eliminar os antagonismos do *capital social total*, ou seja, a determinação estrutural interior do capital como força controladora *global*. Isso ocorre porque no sistema do capital toda “harmonização” só pode assumir a forma de um *equilíbrio* estritamente temporário – e não a esperada *resolução* – do conflito (Mészáros, 2011b, p. 113-4).

Nesse contexto do sistema mundial do capitalismo, eivado de contradições a ele intrínsecas, qualquer perspectiva de resolução do conflito entre forças antagônicas do sistema de capital é impossível, pois não se pode eliminar “[...] a lei do desenvolvimento desigual das questões humanas.” (Mészáros, 2011b, p.114). Assim sendo, a tão propalada *Nova Ordem Mundial* não se sustenta, uma vez que expressa de fato os interesses dos poderes capitalistas preponderantes, em relação aos quais não existem possibilidades de atribuir características que beneficiem a maioria da população mundial. Logo, não existe nenhum sistema global que possa

---

<sup>183</sup> No caso concreto do Brasil, isso foi expresso por meio da política de construção dos chamados *players* globais, a exemplo do Grupo JBS, Ambev, e no sistema bancário justificada a fusão entre os bancos Itaú e Unibanco.

se estabelecer e se manter, se estiver eivado de contradições desde a sua origem. Sempre será explosivo porque se deriva de microcosmos dilacerados pela sua própria contradição interna, a partir do conflito irreconciliável determinado pela separação entre a produção e o controle que é subtraído dos produtores. Essa contradição se reproduz em todos os níveis e tende a se tornar explícita em todas as esferas, abrangendo sua metamorfose na contradição estrutural entre produção e consumo e também entre produção e circulação.

Dessa maneira, os limites do sistema do capital, que se tornam cada vez mais evidentes no contexto atual, como destaca Mészáros (2011b, p. 226), “[...] correspondem de fato à ‘maturação’ ou plena afirmação da lei do valor sob condições marcadas pelo encerramento da fase progressista da ascendência histórica do capital”. Ainda assim, “[...] os países capitalistas dominantes sempre defenderam (e continuam a defender) seus interesses econômicos vitais como combativas entidades nacionais, apesar de toda a retórica e mistificação em contrário.” (Mészáros, 2011b, 229). Assim, as denominadas multinacionais com filiais atuando em um grande número de países são, de fato, corporações transnacionais que não podem prescindir dos Estados Nacionais de onde se originam.

Acerca dessa associação entre as empresas e os Estados-nações, Harry Magdoff (1978, p. 183), no final dos anos 1970, já havia enfatizado:

É importante ter em mente que quase todas as multinacionais são, na verdade, organizações nacionais que operam à escala global. Não estamos de forma alguma negando que o capitalismo é, e tem sido desde o seu início, um sistema mundial, ou que este sistema foi ainda mais integrado pelas multinacionais. Mas tal como é essencial compreender e analisar o capitalismo como um sistema mundial, é igualmente necessário reconhecer que cada empresa capitalista se relaciona com o sistema mundial através do Estado-nação e em relação ao qual tem certo grau de confiança (tradução nossa).

Avaliações superficiais, acerca do capitalismo do século XX, ressaltam as multinacionais como responsáveis por produzirem, predominantemente, concorrência desleal em relação a empresas nacionais, disseminando críticas à manifestação dos efeitos de suas atuações, sem contudo alcançarem o cerne da questão relativa às determinações e contradições ampliadas do sistema do capital, que impõem sobre as economias locais o domínio das empresas capitalistas oriundas de países poderosos no sistema global. Nesse sentido, não é a regulação, via iniciativas legais propostas pelos parlamentos, que poderá suprimir as relações de poder estabelecidas pelo sistema do capital entre os países centrais e os países periféricos, que resulta do processo de reprodução ampliada do capital. Como ressalta Magdoff (1978, p. 187-188):

Como vimos, o crescimento das empresas multinacionais é apenas a mais recente emanção da incansável acumulação de capital e da tendência inata para uma maior concentração e centralização do capital. [...] Além disso, qualquer sucesso que as políticas governamentais tenham advém da manutenção ou restauração da saúde da economia através da promoção do poder das empresas gigantes, pois sem a prosperidade destas empresas a economia só pode ir ladeira abaixo. As razões básicas para a impotência dos governos em manterem as suas economias em equilíbrio devem ser encontradas nos limites e contradições do capitalismo monopolista. Por outras palavras, os problemas não surgem dos males das multinacionais ou da suposta diminuição da soberania dos Estados-nação industriais avançados; os problemas são inerentes à natureza de uma sociedade capitalista (tradução nossa).

Os regulacionistas, desde os anos 1970, incorrem na tentativa de atacar a manifestação do movimento entrópico do capitalismo, superestimando a capacidade de intervenção do Estado capitalista na correção dos considerados *desvios* do sistema do capital, como se o Estado, em última instância, fosse capaz de sanar as contradições e iniquidades imanentes ao modo de produção capitalista, do qual ele é parte constitutiva e, na fase monopolista, mais do que nunca, imprescindível. Compreendem a categoria Estado, abstraindo a sua evolução, a partir do contexto da modernidade. Como observa Farias (2015, p. 88):

Revoltam-se contra o método da “Crítica da economia política” e sublinham demasiadamente a diversidade histórica e nacional dos regimes de acumulação e das funções do Estado no centro e na periferia. Estudam, pois, o papel do Estado sem ter definido a sua natureza, ou a sua função sem ter determinado a sua forma. Como promovem a “historicização” das categorias e o fim de toda referência ao universal, eliminam a análise geral da forma-Estado da problemática do Estado.

A partir dessa perspectiva, suas análises restringem-se a uma “[...] abordagem empiricista cuja premissa é a negação da lei geral do movimento do Estado no seio de uma totalidade concreta, complexa, contraditória, com mediações e obedecendo a leis tendenciais.” (Farias, 2015, p. 88). É como se a compreensão que os regulacionistas têm do Estado fosse premida pela busca de alternativas aos efeitos das crises estruturais, apreendidas como se conjunturais fossem. O enfrentamento que se propõem fazer ocorre em relação às manifestações do capital (categoria aparential), deixando de reconhecer as causas últimas das crises derivadas da estrutura e do funcionamento do sistema, a exemplo das proposições elaboradas pela escola regulacionista sob influência do keynesianismo.

Farias (2020, p. 14) ressalta:

Entretanto, na transição da modernidade a pós-modernidade, dos anos 1930 aos anos 1970, em rivalidade com as estratégias imperialistas, estatizantes e socializantes das grandes ideologias stalinistas e keynesianas, a grande ideologia do neoliberalismo, progressivamente, abandonou a hipótese marginalista da economia pura e do mercado autorregulável em favor de uma estratégia de governamentalidade, sob a primazia da racionalidade privatista do mercado mundial livre e eterno (ordo-liberalismo, utilitarismo, capitalismo humano, pós-modernismo, etc.). Apesar do fato de que, no capitalismo imperialista, “cada país não passa de um elemento orgânico num conjunto mais vasto” (Luxemburgo, 1971, p. 23) – para além do plano, da regulação, do providencial bem-estar, da organização, etc., que prevaleceram, circunstancialmente,

de 1945 a 1975 – consolidou-se nos anos 1980 uma tendência da economia mundial à desorganização, manifestada desde o início do século XX.

A abordagem regulacionista parece ignorar que:

[...] os diferentes Estados dos diferentes países civilizados em que pese a confusa diversidade de suas formas, têm de comum o fato de que todos eles repousam sobre as bases da moderna sociedade burguesa, ainda que em alguns lugares esta se ache mais desenvolvida do que em outros, no sentido capitalista. Têm também, portanto, certos caracteres comuns. Nesse sentido, pode se falar do “Estado atual”, em oposição ao futuro, no qual sua atual raiz, a sociedade burguesa, ter-se-á extinguido (Marx, 1985b, p. 221).

Constatada a sua insuficiência metodológica e seu comprometimento ideológico com o capitalismo reformado/regulado, é relevante aprofundar a crítica ao regulacionismo, explicitando seus argumentos que tentam tangenciar a questão da propriedade dos meios de produção, ou seja, passam ao largo, sem adentrar na questão fundamental da relação entre capital e a produção de valor.

A esse respeito, Farias (2015, p. 95) estabelece um contraponto relevante:

[...] os conceitos marxistas de produção, de reprodução e de crise referem-se aos seres sociais e históricos implicados na totalidade em luta formada pelos elementos estatais e capitalistas. Para a escola da regulação, estes conceitos são incapazes de examinar estes elementos em unidade global nas experiências ocorridas no período dos “trinta anos gloriosos”. Desde então, esta realidade histórica deveria ser concebida como um equilíbrio de tensões entre dois momentos ambivalentes, de normalização e de produção, cujos fins são, respectivamente, o progresso social e o progresso material. Estas tensões viriam de uma interface dinâmica: as inovações, que têm por objeto o progresso técnico. A chave dessa superação abstrata do marxismo pelo reformismo radical e do capitalismo pela “sociedade salarial” é, sem dúvida, a noção de regulação.

Diante da identificação dos *limites absolutos* que se evidenciam nas sucessivas manifestações da crise estrutural, o reformismo radical tem mostrado, ao longo de décadas, a sua dissonância em relação à realidade concreta. Ainda assim, representantes das forças hegemônicas apresentaram, em 1972, seu manifesto denominado *Limites do Crescimento*<sup>184</sup>, que expõe a tendência de segmentos do capitalismo central, ao ressaltarem a necessidade de limitar-se a expansão capitalista. Entretanto, o que apresentam é uma versão de um capitalismo estacionário, que renegaria seu dinamismo e, desse modo, suprimiria a concorrência intercapitalista na busca de um *imaginário equilíbrio global em que a população e o capital são essencialmente estáveis*.

Nada mais irreal do que a idealização do projeto de paralisia do capitalismo, como uma espécie de consolo para uma suposta inexistência de alternativa à ordem do capital. Nesse sentido, Mészáros (2011b, p. 221) adverte:

---

<sup>184</sup> Documento elaborado pelos integrantes do Clube de Roma em 1972, sendo seus signatários Donella H. Meadows, Denis L. Meadows, Jorgen Randers e William W. Behrens III.

A intratável contradição entre a irrefreabilidade do capital e a hoje historicamente inevitável necessidade de restrições básicas esclarece um grande problema futuro. No passado, pelo dinamismo de sua irrefreabilidade, o capital assegurou imenso avanço produtivo e, dessa forma, dirigiu-se para a satisfação potencial das necessidades e aspirações humanas. O fato de que, durante o desenvolvimento histórico, seu irrestrito dinamismo inicial tenha se voltado contra as condições elementares da sobrevivência humana, com a ativação dos limites absolutos do capital, não significa que a causa positiva do avanço produtivo constante – necessária precondição para realizar as legítimas aspirações humanas – possa ser deliberadamente abandonada.

Entretanto, é necessário ultrapassar o falso dilema entre crescimento e não crescimento, para enfrentar as catastróficas consequências do agravamento da tendência dos limites absolutos, isto é, das supostas barreiras dadas pela ordem do capital<sup>185</sup>. É imperativo encontrar soluções alternativas factíveis para cada uma das contradições manifestas pelo capitalismo, “[...] por meio de uma redefinição qualitativa do significado do avanço produtivo, em vez de por intermédio da fetichista maneira quantitativa de tratar os problemas do desenvolvimento utilizada pelo sistema do capital.” (Mészáros, 2011b, p. 221).

Tratar-se-ia de criar condições para que toda a humanidade, em condições de igualdade substantiva, possa beneficiar-se dos resultados positivos do avanço produtivo, em lugar de continuar excluindo a grande maioria dos seres humanos, como aconteceu no período da expansão histórica do capital, como já constatava Marx (1985a, Livro I, Tomo 2, v. II, p. 293-294), ao descrever o caráter internacional do regime capitalista no século XIX. “Com a diminuição constante do número dos magnatas do capital, os quais usurpam e monopolizam todas as vantagens desse processo de transformação, aumenta a extensão da miséria, da opressão, da servidão, da degeneração, da exploração”. Também Engels (2010, p. 89), em 1844, registrou a forma cuidadosa com que foram planejadas as ruas de Manchester, para “[...] os representantes da aristocracia e do dinheiro poderem atravessar os bairros operários, utilizando o caminho mais curto para chegar a seus escritórios no centro da cidade, sem se aperceber que estão cercados, por todos os lados pela mais sórdida miséria”.

A perspectiva de superação da crise de reprodução ampliada do capital coloca em primeiro plano a dimensão política, tendo como possibilidade a ser construída pela classe trabalhadora a rearticulação do movimento socialista em nível mundial. Nesse contexto da crise atual do capitalismo, há uma tensão potencializada entre a classe dos proprietários e a classe

---

<sup>185</sup> “A importância que se dá ao crescimento [...] é vista como um fenômeno autônomo, uma questão de escolha individual dos economistas ou uma decisão coletiva do governo e da sociedade que se pode ativar e desativar. É talvez a primeira vez na história que uma necessidade é descrita como um fetiche. O fetiche do capitalismo pelo crescimento pode ser descrito como o fetiche dos peixes pela água. O crescimento é tão essencial para o capitalismo quanto a água para os peixes. Assim como os peixes morreriam sem água, o capitalismo se asfíxiaria sem crescimento”. (Ibrahim, 2012, p. 164).

trabalhadora. No entanto, a superação das formas estatais globais não pode se materializar sem que sejam rompidas as condições da divisão capitalista do trabalho, em nível mundial. Portanto, “[...] a superação do imperialismo global implica a dialética própria às categorias da base e da superestrutura” (Farias, 2015, 119). Noutras palavras, “[...] a ‘Crítica da economia política’ é uma premissa da crítica do modo estatal global, especialmente por sua teoria da totalidade concreta, movida pela luta de classes.” (Farias, 2015, 121).

A partir da abordagem de Löwy (2023, p. 101), compreende-se a magnitude da transformação histórica necessária, uma vez que:

A revolução ecológica/socialista implica uma ruptura radical com o conjunto do paradigma capitalista da civilização, com suas formas de produção e de consumo ecologicamente destrutivas e seu modo de vida insustentável. Em outras palavras, o conceito marxista tradicional de revolução é indispensável, mas deve ser aprofundado, radicalizado e ampliado. Deve incluir não apenas uma transformação radical nas relações de produção (propriedade privada), mas também na estrutura das forças produtivas, nas fontes de energia (solar, em vez de fóssil), assim como nos padrões de consumo perdulários. A revolução significa hoje o estabelecimento de um novo modelo de civilização, para além da civilização industrial capitalista ocidental, que – graças ao aquecimento global – está levando a humanidade a uma catástrofe sem precedentes.

Marx chamou atenção sobre essa transformação a ser realizada como compromisso histórico entre as gerações. “Mesmo uma sociedade inteira, uma nação, mesmo todas as sociedades coevas em conjunto não são proprietárias da Terra. São apenas possuidoras, usufrutuárias dela, e como *boni patres familias* devem legá-la melhorada às gerações posteriores.” (Marx, 1986, Livro III, Tomo 2, v. V, p. 239).

Essa perspectiva pode ser considerada como uma possibilidade histórica, porém ainda se encontra obliterada, em razão do predomínio de uma integração sistêmica entre os detentores dos meios de produção e dos aparelhos de hegemonia que dão sustentação à ordem do capital na sua totalidade complexa e contraditória, articulada no âmbito dos Estados Nacionais e mundialmente, sob o controle do complexo militar-industrial configurado pelo imperialismo, na atual fase neoliberal pós-moderna, com tendência a uma superação negativa da *democracia* liberal, mediante a constituição de regimes autoritários, que a negam e suprimem. Em síntese, ainda que ocorra a socialização no processo de produção, não se constituem formas de atendimento das necessidades de consumo das classes trabalhadoras tampouco de preservação da natureza.

De acordo com Farias (2022, p. 27-28), é fundamental retomar a crítica da economia política de Marx, pois

[...]a razão mais profunda da crise do capital reside no fato de que a produção pela produção, como um fim em si mesma, totaliza na escala global atividades industriais, comerciais e financeiras contraditórias, cujas mediações estatais e contratuais (guerra

fiscal, endividamento, socialização dos prejuízos, normalização social, científica e tecnológica etc.) não impedem nem a violenta disputa intercapitalista pela distribuição do lucro bruto (diante de um capital fictício exuberante), nem o antagonismo irreconciliável de classes decorrente do desenvolvimento desigual dos capitais e da anarquia despótica da produção capitalista industrial, que se manifesta na cupidez do capital propriedade, na ganância dos especuladores e na exorbitante dívida pública, favorecidos pela desregulação estatal e contratual. Para além de produzir uma riqueza material destrutiva da natureza e que só atende implícita e insuficientemente as necessidades do proletariado, qualquer que seja a manifestação fenomênica das leis da produção pela produção em termos de exuberância financeira e de desigualdade de rendimentos, e por mais que possam ser manipuladas por um ou outro segmento da classe capitalista, e até mesmo da classe proletária (aristocracia operária), em nenhuma circunstância podem ser usadas em favor de toda a classe proletária, alcançando a sua integração sistêmica ao capitalismo. [...]Para a infelicidade dos reformistas pequeno-burgueses, não há mediação estatal capaz de separar o joio do trigo, isto é, o capital função do capital propriedade, nem tampouco o Estado do capital, porque ambas as categorias estão envolvidas no mesmo processo de totalização.

Essa constatação remete à necessidade de organização dos trabalhadores conscientes de que sua luta somente será eficaz se tiver como finalidade última a superação do capitalismo, pois “[...] nada indica que a classe burguesa assuma espontaneamente uma atitude reformista pacífica generalizada, capaz de adotar uma espécie de socialismo conservador, combinado com o estatismo liberal-keynesiano, na busca de uma conciliação de interesses dos cidadãos.” (Farias, 2022, p. 31). Pelo contrário, o que se evidencia de forma cada vez mais aguda e ampliada é a disseminação, pelos organismos multilaterais, da concepção de austeridade implementada pelos diferentes governos, de diversos matizes político-ideológicos<sup>186</sup>, desde os anos 1980, tornando a política macroeconômica padronizada sob a perspectiva da austeridade neoliberal.

Desse modo, se reproduz continuamente a expropriação, dominação, humilhação, desemprego em massa e superpopulação relativa, excluindo do horizonte dos trabalhadores a possibilidade de mudança de orientação política que se traduza em democracia substantiva, o que tem se tornado campo fértil para emergência de propostas políticas ortodoxas e ditatoriais<sup>187</sup>, com elementos de caráter neofascista evidenciados no Brasil durante o governo Bolsonaro, por exemplo.

A superação positiva do capitalismo (em direção ao socialismo) passa pelo enfrentamento do determinismo econômico e pela eliminação dos regimes neofascistas. Mézáros (2011a, p. 73) ressalta:

---

<sup>186</sup> Especialmente durante as crises, embora também de forma mais geral, o centro-esquerda e os governos de centro-direita concordaram que a contenção fiscal é a política apropriada para promover estabilidade econômica e crescimento (Blyth, 2017).

<sup>187</sup> Para uma análise detalhada desse processo ver Hübscher, Sattler e Wagner (2023).



Quando Marx demonstrou que a força bruta do determinismo econômico, desencadeada pelas desumanizadoras necessidades da produção do capital, impera sobre todos os aspectos da vida humana, demonstrando ao mesmo tempo o caráter inerentemente *histórico* – ou seja, necessariamente *transitório* – do modo de reprodução predominante, ele tocou a ferida da ideologia burguesa: o vazio de sua crença metafísica na “lei natural” da permanência das relações de produção vigentes. E, ao revelar as contradições inerentes a esse modo de reprodução, ele demonstrou a necessária *ruptura* de seu determinismo econômico objetivo. Tal ruptura, todavia, teve de se consumir pela expansão aos seus limites extremos, submetendo absolutamente tudo – incluindo a suposta autonomia do poder de deliberação política – ao seu próprio mecanismo de controle estrito. [...] quando isso é alcançado (como resultado de um crescente apetite por “corretivos”, concebidos para assegurar uma ilimitada expansão do poder do capital), o capital monopolista é compelido a assumir também o controle direto de áreas que é estruturalmente incapaz de controlar. Assim, além de um certo limite, quanto mais ele controla (diretamente), menos controla (efetivamente), enfraquecendo e finalmente destruindo até mesmo os mecanismos de “correção”. A completa e, agora, patente subordinação da política aos ditames mais imediatos do determinismo econômico da produção do capital é um aspecto vital dessa problemática. Essa é a razão porque o caminho para o estabelecimento de novas instituições de controle social deve passar por uma radical *emancipação da política do poder do capital*.

Nesse sentido, é que “[...] o programa marxiano de reestruturação radical ‘*de cima a baixo*’, da totalidade das instituições sociais, das condições industriais, políticas e ideológicas da existência atual, de ‘toda maneira de ser’ de homens reprimidos pelas condições alienadas e reificadas da sociedade de mercado” se deriva “[...] de programas e instrumentos de ação sociopolíticos verdadeiramente adequados elaborados pela própria prática social crítica e autocrítica no curso de seu efetivo desenvolvimento.” (Mészáros, 2011a, p. 72).

#### 7.4 Conclusão

Levando-se em conta os elementos fundamentais da abordagem marxiana, é impossível tomar a regulação proposta pelo RMI como um mecanismo de proposição de regras *neutras, harmônicas e funcionais*, por serem emanadas dos Organismos Multilaterais que, em última instância, são a expressão máxima da concepção unilateral prevalecente nessas instituições, operando a partir da defesa dos interesses dos países imperialistas, notadamente, os EUA e a União Europeia sob a liderança da Alemanha.

A assimetria nas relações de poder presente na composição desses organismos perpetua a dicotomia verificada na recomendação das medidas econômicas, que se distinguem entre os países centrais e periféricos, a serem permanentemente concebidas pelos primeiros e executadas pelos segundos: austeridade fiscal e monetária com redução contínua das políticas sociais do Estado. Ressalte-se notadamente as de cunho universal, de modo que este expanda sua função de mediador da acumulação de capital, preponderantemente pela sustentação e

valorização da riqueza, sob a forma fictícia, mediante o sistema da dívida e a manutenção de um regime tributário regressivo.

Esses sistemas operam continuamente a concentração de renda e riqueza e, portanto, o fortalecimento da hegemonia da classe capitalista, cada vez mais configurando-se como uma classe rentista que controla o próprio Estado, mediante a política de juros, privatizações/concessões de serviços públicos, subsídios e créditos subsidiados, além da apropriação privada da infraestrutura econômica, denominada como parceria público/privada, sem os riscos e com os recursos para fazer face aos investimentos, obtidos a taxas de juros favorecidas.

Em face do exposto, convém destacar-se que, a partir dessa abordagem marxiana, tornou-se possível analisar e criticar os fundamentos da abordagem ortodoxa e heterodoxa, reiterando a pertinência do materialismo dialético-histórico, com seu método que permite alcançar profundidade necessária para o tratamento de questões históricas cruciais, tornando evidentes as conexões que constituem a totalidade concreta dos fenômenos relativos à produção capitalista e seus impactos na sociedade.

Em contraposição, a abordagem heterodoxa, embora pretensamente crítica do processo de acumulação capitalista, dirige sua atenção para as formas mais agudas de manifestação de suas contradições, omitindo as causas reais que as produzem, nesta etapa contemporânea do capitalismo, representadas pelas políticas excludentes de cunho neoliberal, que contradizem os próprios *mantras* da *democracia burguesa*, com a ascensão de governos que, progressivamente, assumem um caráter autoritário, com supressão dos direitos sociais, acentuando a desigualdade entre as classes constitutivas da sociedade capitalista.

Nesse sentido, a heterodoxia é pródiga na oferta de soluções ilusórias, ao apresentar concepções de política macroeconômica que, evidentemente, jamais poderão contemplar o conjunto das necessidades reais das classes majoritárias. São prescritas intervenções pontuais que atacam as manifestações da crise, portanto, não podem debelar as suas causas, visto que essa vertente da economia heterodoxa não é despida de seu compromisso de classe, pois está comprometida com a *harmonização* do funcionamento da ordem do capital; por isso, busca impedir que suas manifestações comprometam a sua própria continuidade. Em última instância, cuida de livrar o capitalismo de seus próprios excessos.

Por outro lado, para os ortodoxos, as questões decorrentes do funcionamento do modo capitalista se constituem como um não problema a ser tratado a partir da perspectiva do individualismo de massa. Logo, a exclusão decorre da estrutura meritocrática da sociedade, que

pune os *menos aptos* por sua ineficiência e enaltece os *mais aptos*, praticando uma forma de darwinismo social. Seu compromisso único é com o capital e sua reprodução ampliada, razão pela qual as políticas econômicas, de acordo com essa concepção, devem concentrar recursos, predominantemente, para sustentar e ampliar a riqueza privada sob suas diferentes formas.

Por essa razão, tal como se demonstrou, a partir da abordagem marxiana e dos autores marxistas referidos no decorrer deste capítulo, a associação entre o Estado e o capital na configuração do capitalismo em todas as suas fases e, sobretudo, nas suas formas contemporâneas, apesar das contradições por elas mesmas engendradas, contém uma inexorável tendência de reprodução do processo de acumulação, expropriação, dominação, humilhação, deixando evidente a impossibilidade de conciliação entre as classes subalternizadas e os proprietários do capital. Portanto, a superação histórica do capitalismo somente ocorrerá por meio da luta de classes com a perspectiva de construção do socialismo e o fim definitivo da produção de mercadorias pela produção de mercadorias destrutiva da natureza e da própria existência humana.

Embora a realidade concreta da maioria dos países da América Latina, como o Brasil, por exemplo, permaneça com indicadores desfavoráveis, para a maioria de sua população, principalmente a partir dos anos 1990, a imposição de medidas de política econômica, sob a hegemonia do *mainstream*, se mantém inalterada, dado que continua a se reproduzir a dominação do capital em sua fase mais *avançada*, ou seja, sob sua forma mais fetichizada.

Nesta fase, a partir da manifestação mais nítida da tendência à queda da taxa de lucro, a classe proprietária, associada ao capital internacional, não permite qualquer política de *concertação*, que aponte para medidas distributivistas. Nesse contexto, a denúncia ao neoliberalismo em decorrência da agudização do grau de exploração da classe trabalhadora, a supressão dos direitos sociais, a manutenção e expansão irreversível da propriedade privada, até o momento, precisa se transformar na luta efetiva pela superação do capitalismo.

Na realidade é necessário construir a contraposição efetiva ao discurso e à materialização do neoliberalismo, pois:

O discurso neoliberal é carregado de uma retórica do indivíduo, mas a prática do neoliberalismo acaba por destruir a liberdade individual. A competição e o conformismo são duas faces de uma mesma moeda na esfera do mercado. Os indivíduos de hoje já não perseguem projetos de vida autônomos. Em vez disso, eles são fragmentos de tempo precarizado, fractais em recombinação incessante, unidades conectivas que devem interagir com perfeição, se quiserem ser eficientes sob o domínio da rentabilidade econômica. No longo prazo o culto ao individualismo revelou a falsidade de sua natureza: qual é o sentido da individualidade se o único critério de avaliação do sucesso individual é a adesão à competitividade? (Berardi, 2020, p. 193-194).

## 8 CONCLUSÃO

No período contemplado nesta tese, *Aspectos Estruturais e Históricos do Regime de Metas de Inflação: a experiência brasileira no período de 1999-2018*, destacou-se o processo de constituição das condicionalidades da economia brasileira, desde a desaceleração do crescimento econômico, em meados da década de 1970, e a crescente sustentação e valorização da riqueza financeira mantidas pelo fundo público, mediante a operacionalização da política monetária.

Buscou-se por meio da pesquisa empírica de dados secundários as evidências da materialização desse processo constitutivo da economia brasileira há mais de duas décadas. A análise dessas evidências permitiu apreender, do ponto de vista teórico a partir da perspectiva dialética-histórica, as continuidades e descontinuidades das políticas econômicas, com claro indicativo da associação entre capitais nos âmbitos interno e externo, concentrando condições privilegiadas para a reprodução das relações sociais de produção capitalista e reprodução/acumulação de capital.

Essas condições garantiram às classes hegemônicas nos governos que se sucederam no período de 1999-2018, o controle político e econômico, contribuindo para a efetiva internalização da lógica da austeridade como alternativa única à condução das diferentes políticas públicas, de forma a manter como princípio irrevogável a inseparabilidade do ajuste fiscal permanente e da política monetária contracionista.

Embora a dinâmica da economia tenha comprovadamente produzido efeitos deletérios para o conjunto da classe trabalhadora, os fundamentos das políticas de austeridade foram disseminados pela abordagem ortodoxa, apresentada nos diferentes fóruns promovidos pelos organismos multilaterais, a fim de manter a relação subordinada dos países periféricos em relação aos países centrais.

Os argumentos apresentados pelos ortodoxos para justificar as medidas contracionistas foram reproduzidos continuamente, desde o fim da ditadura e a emergência do Consenso de Washington, que sistematizou o conjunto de mecanismos destinados a submeter os países em desenvolvimento à *disciplina fiscal* considerada imprescindível ao êxito da permanente política monetária contracionista.

Destaca-se nesse contexto que as teorias econômicas constitutivas do *mainstream* não admitem as contradições inerentes ao modo de produção capitalista. Mesmo que não tenham exata consciência acerca desse processo de negação, ao introduzirem os pressupostos da lógica

formal não conseguem dissolver essas contradições porque elas são concretas e, embora ignoradas pelo pensamento econômico hegemônico, tornam-se presentes no pretense discurso científico das abordagens ortodoxas, nas quais acaba por se evidenciarem o que Marx (1985a, Livro I, v. I, p. 71) havia constatado como “[...] relações reificadas entre as pessoas e relações sociais entre coisas”.

De fato, o que os ortodoxos não aceitam é a contradição privado-social existente no modo de produção capitalista. Nesse modo de produção, as mercadorias contêm “[...] valor na medida em que elas sejam expressões da mesma unidade social de trabalho humano, pois sua objetividade de valor é puramente social e, então, é evidente que ela pode aparecer apenas numa relação social de mercadoria para mercadoria.” (Marx, 1985a, Livro I, v. I, p. 54).

Ao contrário da lógica dialética desenvolvida por Marx, que ao analisar profunda e criticamente a relação capital-trabalho, identificou nessa relação a gênese da produção do valor, os ortodoxos, a partir da lógica formal, veem a produção da riqueza como sendo a remuneração pela oferta de fatores de produção (trabalho e capital), o que obscurece as mais diferentes formas de exploração.

Por outro lado, apresentam a valorização do capital fictício (dívida pública) como decorrência do *excesso* dos gastos realizados pelo setor público, visando ao atendimento de demandas dos diferentes segmentos da população que elegem seus representantes, buscam maximizar o seu grau de satisfação, sem levar em conta a imperiosidade da manutenção de orçamentos equilibrados.

Esses segmentos, segundo a abordagem ortodoxa, tentam obter o máximo retorno sob formas de políticas públicas que satisfaçam suas necessidades crescentes e ilimitadas. Decorre daí, sob a sua ótica, a necessidade de limitar a ação estatal, mediante a imposição de condicionalidades a serem seguidas, como tem se caracterizado por meio da atuação dos organismos multilaterais com seus programas de ajuste econômico impostos aos países periféricos.

A utilização da âncora cambial na fase inicial do Plano Real ocorreu em consonância com as políticas do *Consenso de Washington* que também criou as condições para a sua substituição pelo RMI, de acordo com os ditames do novo consenso econômico ortodoxo. Os resultados dessa contínua política de austeridade aprofundaram no país os efeitos da crise geral do capitalismo iniciada na década de 1970, atingindo de forma aguda parcela majoritária da população, expandindo as ocupações precárias e a informalidade, que cresceram

continuamente, elevando as taxas de desemprego e, conseqüentemente, deteriorando ainda mais o quadro de distribuição da renda.

A análise do período 1999-2002, no qual ocorreu a implementação da nova âncora nominal (RMI), possibilitou explicitar o reduzido grau de autonomia dos condutores da política econômica para a execução de medidas que pudessem levar o País ao crescimento econômico com algum grau de inclusão social, por meio de políticas públicas destinadas a suprir necessidades básicas e fundamentais: emprego, educação, saúde, previdência e assistência social, além de infraestrutura econômica que permitisse a redução da desigualdade.

Ao contrário da expectativa de redução da desigualdade, a adoção do RMI significou o aprofundamento e a perenização do ajuste fiscal, eufemisticamente denominado consolidação fiscal. Entretanto a obtenção de superávits primários mais elevados foi insuficiente para cumprir os compromissos financeiros, resultantes da permanente política monetária contracionista imposta pelo RMI. O balanço alcançado foi, por um lado, o pífio crescimento do produto e a arrecadação tributária insuficiente. Por outro lado, a redução dos gastos públicos implicou no subinvestimento em políticas públicas, ampliando ainda mais a insuficiente oferta de infraestrutura, bens públicos e da prestação de serviços públicos essenciais, no entanto, assegurou no orçamento público o crescimento da participação das despesas financeiras.

Esse quadro reflete, do ponto de vista empírico, a proposição e a materialização do novo consenso macroeconômico, a partir do qual a política fiscal ficou subordinada à política monetária, como demonstrado nos capítulos três a sete. A política fiscal restritiva garantiu a manutenção da relação dívida/PIB, independente da variação das taxas de juros. Por sua vez, a política monetária restritiva significou a manutenção das elevadas taxas de juros para o controle da inflação, avaliada como inflação de demanda de acordo com a abordagem ortodoxa. Além disso, manteve a atração de capitais externos, como mecanismo de sobrevalorização da moeda nacional com a finalidade de obter o controle do nível de preços.

Nesse sentido, a política de atração e manutenção de capitais agravou a dependência do País aos capitais de curto prazo, portanto, aprofundou a vulnerabilidade externa, manteve o círculo vicioso de recessão, perda de competitividade interna e externa, baixo crescimento, taxas de juros elevadas, aumento da dívida pública e da expansão das despesas financeiras, em detrimento dos investimentos necessários ao desenvolvimento econômico-social do País.

Portanto, o RMI foi, antes de tudo, uma imposição dos organismos multilaterais na contingência dos anos 1990, quando do esgotamento temporário das condições (conjunturas de

redução da liquidez internacional), que favoreceram a implementação da nova geração de planos de estabilização oriundos das determinações do Consenso de Washington.

Com a posse do Presidente Lula em 2003, em lugar de uma mudança mais significativa na condução da política econômica, a tendência que predominou esteve alinhada à lógica do *mainstream*, mantendo, ou quando não, aprofundando as mesmas medidas restritivas de política monetária e fiscal, tornando mais visível a consolidação da ingerência dos organismos multilaterais e também a sujeição dos condutores da política econômica às forças políticas hegemônicas no país, associadas ao interesses do capital internacional.

A despeito da melhoria do balanço de transações correntes, principalmente em função da obtenção de superávits comerciais, a execução da política monetária tolheu o uso da política fiscal, tanto para o início do regaste da dívida social quanto para a construção de infraestrutura econômica, imprescindível ao almejado crescimento sustentável, menos dependente das condições externas favoráveis e necessário ao processo de redução da vulnerabilidade estrutural externa, mediante a diversificação da pauta de exportação em prol de produtos de maior valor agregado.

Nesse sentido, o primeiro mandato do governo Lula reproduziu a política econômica herdada de seu antecessor, adicionando medidas compensatórias, focadas, em detrimento de políticas sociais de caráter universal, seguindo a lógica de valorização e sustentação da riqueza (capital fictício), sem críticas ou esboço de discordância do regime de metas de inflação que asfixiou a possibilidade de crescimento, geração de emprego e renda. Contrariamente, esse governo tratou de manter intacto o *modus operandi* garantidor da acumulação de capital fictício decorrente da política monetária contracionista, responsável por aumentar a participação das despesas financeiras no total dos gastos, o que representou uma contínua esterilização de recursos, à medida que o Estado transferiu renda para os detentores dos títulos de dívida (poupança privada), com propensão a consumir tendente a zero.

A continuidade da reprodução da política anterior também evidenciou o limite concreto ao atendimento da demanda doméstica com produção interna nas conjunturas de elevação da demanda agregada, fazendo com que o aumento da massa salarial, que elevou o consumo de bens-salários, viesse a ser crescentemente atendida com importações, facilitadas pela valorização cambial decorrente tanto do influxo de capitais externos quanto da melhoria do saldo da balança comercial. Desse modo, manteve-se a política liberal que acelerou a redução da presença da indústria de transformação no produto, aprofundando a tendência de geração de postos de trabalho de qualidade inferior no setor terciário, enquanto declinou da

possibilidade de retomada da competitividade no setor industrial produtor de bens tradicionais, no qual o País fora autossuficiente e também exportador, a exemplo do setor têxtil.

Nesse contexto, o Brasil especializou-se na exportação de matérias-primas com menor valor agregado e na importação de bens de consumo duráveis e não-duráveis. Ou seja, premido pela conjuntura, no primeiro mandato do governo Lula, a prioridade foi a manutenção da estabilidade monetária, sem que durante o quadriênio (2003-2006) o governo apresentasse um projeto de desenvolvimento econômico-social capaz de contemplar as demandas relativas ao avanço das políticas públicas universais. A preferência pela manutenção de políticas econômicas restritivas teve como finalidade evitar a desvalorização do capital acumulado na esfera financeira, coerente com o compromisso da *manutenção dos contratos* assumidos nos meses que antecederam à eleição presidencial de 2002. Assim, o domínio das finanças se tornou irrevogável, dado que a criação de dívidas, isto é, de *mercadorias fictícias* tem aparentemente o caráter propulsor da esfera econômica, na qual prevalece a especulação.

No segundo governo Lula (2007-2010) ocorreram tímidas iniciativas de redução das metas fiscais, portanto, a queda do superávit primário em relação ao produto não significou uma ruptura com os fundamentos da hegemonia ortodoxa.

Quando a crise financeira internacional se manifestou plenamente no ano de 2008, a reação do governo foi a elevação da taxa de juros, o que provocou o aumento da oferta de dólares, ampliando ainda mais a valorização cambial. Isso não prejudicou fortemente as exportações, visto que a elevação do preço internacional das *commodities* naquele período manteve a atratividade, mesmo diante de um câmbio em processo de valorização constante. Somou-se a isso a redução da taxa de juros nos EUA e a obtenção do grau de investimento (*investment grade*) concedido pela *Standart & Poor's*.

Nesse período, as limitadas alterações ocorreram tanto em função da necessidade de enfrentamento da crise como também da mudança de diretriz da política econômica, sem que isso significasse reduzir substancialmente a destinação de recursos para fazer frente aos compromissos financeiros. Os interesses dos *investidores* foram preservados, e ainda assim, os setores ortodoxos mantiveram suas críticas à intervenção do Estado durante a manifestação da crise, considerando-a desnecessária após a superação do período mais agudo.

Assim, tanto o enfrentamento da crise quanto o projeto *desenvolvimentista* não significaram aumento dos gastos fiscais em volume expressivo. Nesse sentido, pode-se afirmar que no segundo mandato do governo Lula prevaleceu uma mescla de algumas medidas heterodoxas combinadas com a política ortodoxa então vigente.



Enfim, o melhor desempenho da economia no segundo mandato deveu-se, em parte, às tímidas medidas de cunho heterodoxo e, sobretudo, à conjuntura internacional extremamente favorável, a despeito da crise financeira internacional, que se manifestou mais profundamente no segundo semestre de 2008 e no ano seguinte. As crises que se sucederam desde os anos 1970, têm como fundamento a superacumulação que em grande medida produz entraves para a dinâmica própria do capitalismo globalizado.

Por essa razão, é que o Estado tem sido cada vez mais convocado a assegurar a execução de medidas capazes de enfrentar a crise permanente de valorização do capital, uma crise que a rigor se origina da produção insuficiente de mais valor (Prado, 2022). O neoliberalismo expressa o esforço social, político e econômico que se impôs para criar alternativas à tendência de queda da taxa de lucro e de sustentação da riqueza sob a forma fictícia. Entre outras medidas intensificou “[...] os movimentos do capital financeiro, a transferência das indústrias intensivas em trabalho para a periferia e a redução dos salários reais dos trabalhadores.” (Prado, 2022, p. 109).

A política econômica dos governos Dilma-Temer, entre 2011-2018, evidenciou o aprofundamento da orientação no sentido de privilegiar o investimento privado em detrimento do investimento público na infraestrutura econômica, promovendo, desde o seu início, um ajuste fiscal com produção de superávit primário que permitisse manter estável a relação dívida/PIB.

Por outro lado, reduziu a carga tributária por meio de inúmeras medidas de desoneração fiscal, sem que o investimento privado tenha se materializado, ao contrário, essa política de redução de tributos contribuiu significativamente para a precipitação da crise fiscal e a reversão dos resultados superavitários, a partir do segundo semestre de 2014 e nos anos seguintes. No segundo mandato, iniciado em 2015, o governo, pressionado pela crítica ortodoxa emanada do mercado financeiro à condução da política econômica, promoveu uma guinada à ortodoxia, sem, contudo, obter êxito tampouco alcançar o pretendido apoio parlamentar.

Com o afastamento da presidente Dilma e a ascensão de seu vice, recrudescer o espaço à agenda ultra liberal, levando a cabo reformas diretamente relacionadas à supressão de direitos dos assalariados, o que potencializou a concentração de renda e ampliou os níveis de desemprego sem resgatar o crescimento do produto que, mesmo sendo positivo a partir de 2017, não foi o suficiente para que a economia superasse o estado de estagnação instalada em decorrência da guinada neoliberal, proposta pela ortodoxia e encampada pelo governo Dilma, a partir do final de 2014.

A pregação liberal-ortodoxa vigente, desde a década de 1980, é a expressão mais acabada do capitalismo nesta fase de hegemonia neoliberal. Seus disseminadores, predominantemente, não apresentaram um projeto de desenvolvimento do país, pois apenas visavam ampliar a valorização de sua riqueza sob as diferentes formas de rentismo. O território nacional foi convertido, prioritariamente, em espaço de negócios e não de realização de um projeto de democracia substantiva, como se evidenciou por meio da análise dos indicadores socioeconômicos.

Os elementos fundamentais da abordagem marxista permitem concluir que a regulação imposta pelo RMI não é um mecanismo de proposição de regras *neutras, harmônicas e funcionais*, por serem emanadas dos Organismos Multilaterais que, em última instância, são a expressão máxima da concepção unilateral prevalecente nessas instituições, operando a partir da defesa dos interesses dos países imperialistas, notadamente os EUA e a União Europeia, sob a liderança da Alemanha.

A assimetria nas relações de poder presente na composição desses organismos conservou a dicotomia verificada na recomendação das medidas econômicas, que se distinguem entre os países centrais e periféricos, sendo concebidas pelos primeiros e executadas pelos segundos: austeridade fiscal e monetária com redução contínua das políticas sociais do Estado, notadamente as de cunho universal. Desse modo, se expande sua função de mediador da acumulação de capital, preponderantemente pela sustentação e valorização da riqueza, sob a forma fictícia, mediante o sistema da dívida e a manutenção de um sistema tributário regressivo.

Constatou-se que esses sistemas operam continuamente a concentração de renda e riqueza e, portanto, o fortalecimento da hegemonia da classe capitalista, cada vez mais configurando-se como uma classe rentista que controla o próprio Estado, mediante a política de juros, privatizações/concessões de serviços públicos, subsídios e créditos subsidiados, além da apropriação privada da infraestrutura econômica, denominada parceria público/privada, sem os riscos e com os recursos para fazer face aos investimentos, obtidos a taxas de juros favorecidas.

É, pois, a partir de elementos da abordagem marxiana que se esboçou uma crítica aos fundamentos das vertentes ortodoxa e heterodoxa. O método do materialismo dialético-histórico permitiu alcançar a profundidade necessária para a apreensão de questões históricas cruciais, no caso particular desta tese, desvelando as conexões do RMI enquanto mecanismo constitutivo da totalidade concreta e complexa do capitalismo, embora não se tenha realizado uma investigação que corresponda à magnitude da constituição histórica deste objeto em todas as suas dimensões.

A centralidade da abordagem heterodoxa encontra-se na análise das contradições produzidas no processo de acumulação capitalista. Sem dúvida essas análises, sobretudo nesta etapa contemporânea do capitalismo, contemplam a crítica às políticas excludentes de cunho neoliberal. Entretanto, a heterodoxia permanece no nível das manifestações das crises, sem contudo, abordar suas causas estruturais. Essas causas são indiferentes à maioria dos governos, contradizendo frontalmente os propalados princípios da *democracia burguesa*, inclusive assumindo práticas políticas próprias dos regimes autoritários.

Nesse sentido, a heterodoxia, ao apresentar concepções de política macroeconômica incapazes de contemplar o conjunto das necessidades reais das classes subalternas, executam intervenções pontuais que apenas atacam as manifestações da crise, pois seu compromisso de classe busca impedir que suas manifestações comprometam a sua continuidade. Portanto, seu compromisso, em última instância, busca a *harmonização* do funcionamento da ordem do capital, cuidando de livrar o capitalismo de seus próprios excessos.

Por outro lado, para a vertente ortodoxa, o cerne de sua concepção está vinculado à perspectiva do individualismo de massa, portanto, a política macroeconômica deve estar vinculada de modo amplo com o processo de reprodução do capital, concebendo os indivíduos apenas como ofertantes de fatores de produção, cujo valor de mercado é definido pelo próprio capital. O objetivo primordial dessa vertente se concentra nos meios e recursos necessários para a sustentação e continuidade do modo de produção capitalista, com a expansão das taxas de lucro e a apropriação privada da riqueza social.

Por fim, cabe reafirmar, mediante análise da realidade empírica desvelada por meio da abordagem marxista, que a austeridade concretamente não tem o objetivo de estabilizar as economias, mas de reproduzir as relações sociais de produção da sociedade capitalista. A austeridade efetivamente não é um mecanismo utilizado para conter a inflação e atingir o equilíbrio orçamentário. O controle da demanda agregada, propugnada pelas políticas de austeridade, não tem como fim último a estabilização econômica, porém a criação de condições adequadas para a expansão e manutenção da riqueza sob a forma do rentismo (para isso concorreram, no caso do Brasil, as permanentes políticas monetária e fiscal contracionistas).

Nesse sentido, os países periféricos têm sido forçados, sob a vigência da ortodoxia, à execução do RMI, obrigando-se a secundarizar perspectivas de, pelo menos, reformar o capitalismo. Assim, são impostas perdas permanentes aos assalariados (quando ainda empregados), levados a viver com salários mais baixos e menor consumo.

Tal política amplia o grau de exploração da força de trabalho e expande, como nunca, a extração de mais-valia relativa e absoluta. No caso brasileiro, como se verificou recentemente, a contrarreforma trabalhista e a Lei que *regulamentou* as terceirizações restringiram os mecanismos mínimos de proteção ao trabalho. Em última instância, agudiza-se a coerção econômica e política permanentemente sobre os trabalhadores, na fase atual do capitalismo, quando se torna mais concreta a associação inelutável entre o Estado (sob seus diferentes regimes antidemocráticos) e o capital, cujas alterações institucionais de viés neoliberal são suas evidências mais cristalinas.

Na quadra atual do desenvolvimento do capitalismo no Brasil, reproduz-se o predomínio do financismo e do agronegócio de forma ampliada, fortalecendo os pilares de uma verdadeira autocracia burguesa, controladora do Estado, sem compromisso com a democracia, mesmo na sua forma liberal. Esse *modus operandi* do capitalismo periférico, como parte do capitalismo global, tem como finalidade exclusiva a reprodução e a valorização da riqueza sob suas diferentes formas.

Desse modo, sobre as classes subalternizadas o movimento de extração da mais-valia não encontra limites e exponencializa a miséria e a degradação ambiental, na contínua marcha de produção de mercadorias pela mercadoria, ignorando as necessidades fundamentais dos seres humanos, transformados eles mesmos em mercadorias descartáveis.

Na perspectiva de um processo de efetiva transformação da realidade, em nível local e mundial, somente o enfrentamento das questões estruturais profundas pela luta de classes pode criar perspectivas de superação do processo destrutivo da espécie humana e da natureza, sem a qual a humanidade perecerá. Portanto, a construção de uma nova organização social, que garanta a existência humana em suas múltiplas dimensões e o meio ambiente em sua diversidade e qualidade, torna-se um imperativo da história presente, além de apontar para a urgência da necessidade de superação da economia tecnocrática.

A economia contemporânea expressa fortemente o seu caráter vulgar na medida em que se detém sobre as dimensões aparentes do sistema econômico mundial. Por isso mesmo, continua a reproduzir os cânones do século XIX, garantindo a configuração de seus objetivos articulados à reprodução das estruturas do capitalismo.

Entretanto, Marx, no primeiro capítulo de *O Capital*, já havia desvelado “o déspota sistêmico que rege o funcionamento do modo de produção capitalista”, ou seja, em pleno século XXI, a crítica marxiana mostra a sua atualidade, embora seja fundamental avançar no sentido próprio da dialética histórica e não na direção da “cientificidade que se vale dos recursos da

matemática, do cálculo e da topologia”, adensando um conhecimento que oferece “suporte científico” para a “governança do capitalismo em seu estágio contemporâneo”. (Prado, 2022, p. 128).

Ao contrário dessa tendência da economia tecnocrática, para preservação da natureza, da vida, do meio ambiente e de todos os seres vivos, o que se torna imprescindível, a partir da perspectiva marxiana, é resgatar a crítica radical para desconstruir o fetichismo da mercadoria, do capital e do mercado elevados à condição de processos a-históricos, portanto, transformados em entes divinizados. Por essa razão, a desconstrução do RMI constitui-se como uma necessidade histórica e um objetivo político estratégico para a organização das lutas da classe trabalhadora.

Sem que se leve em conta a primazia da questão ambiental, que não foi contemplada nesta tese, porém deve ser incorporada aos estudos da economia crítica, de modo prioritário, pode se agigantar no cenário do século XXI uma pergunta instigante na qual está inscrita a catástrofe, caso se deixe de fortalecer a luta anticapitalista: Seria o capitalismo o único sistema político e econômico viável? *There is no alternative*, como afirmou Thatcher, no final dos anos 1970? Nem de longe pode-se trabalhar sob essa ótica profética, pois isso seria não compreender a história como construção permanente da ação humana, na qual são geradas as contradições e, também, novas sínteses superadoras dos limites do presente.

## REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. **Economy and Society**, [s. l.], v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/030851400360596>. Acesso em: 28 mar. 2024.
- AGLIETTA, M.; REBÉRIOUX, A. **Corporate governance adrift: a critique of shareholder value**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005. (The Cournot Centre series).
- ALESINA, A. *et al.* Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries. **Economic Policy**, v. 10, n. 21, p. 205-248, 1995. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1344590>. Acesso em: 28 mar. 2024.
- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. The Design of Fiscal Adjustments. *In*: BROWN, J. R. (ed.), **Tax Policy and the Economy**. Chicago: University of Chicago Press, 2013. v. 27, p. 19-67.
- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Large Changes in Fiscal Policy: Taxes vs. Spending. *In*: BROWN, J. R. (ed.), **Tax Policy and the Economy** Chicago: University of Chicago Press, 2010. v. 24, p. 35-68
- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Tales of Fiscal Adjustment. **Economic Policy**, Oxford, v. 13, n. 27, p. 487-545, oct. 1998. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1344762>. Acesso em: 28 mar. 2024.
- ALESINA, A.; PEROTTI, R. Budget Deficits and Budget Institutions. *In*: POTERBA, J. M. *et al.* **Fiscal Institutions and Fiscal Performance**. Chicago: University of Chicago Press, 1999. (NBER Working Paper n. 5556). p. 13-36. Disponível em: <http://www.nber.org/chapters/c8021>. Acesso em: 28 mar. 2024.
- ALMEIDA, H. J. F.; GIOVANINI, A.; SAATH, K. C. O. *O quantitative easing* influenciou no retorno do mercado financeiro brasileiro? uma análise por estudo de eventos e testes lineares e não lineares. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 24, n. 4. p. 435-460, 2020. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/ecoa/article/view/146035>. Acesso em: 28 mar. 2024.
- ALMEIDA, M. Superávit primário: descanse em paz. **Valor Econômico**, São Paulo, 28 out. 2010. Disponível em: [http://www.oim.tmunicipal.org.br/?pagina=detalhe\\_noticia&noticia\\_id=25912](http://www.oim.tmunicipal.org.br/?pagina=detalhe_noticia&noticia_id=25912). Acesso em: 28 mar. 2024.
- ANDRADE, R. P.; DEOS, S. A trajetória do banco do Brasil no período recente, 2001-2006: banco público ou banco estatal “privado”. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 1, p. 47-80, jan./abr. 2009. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/30329>. Acesso em: 28 mar. 2024.
- ARANTES, F.; BIASOTO JR., G. A política fiscal no contexto da financeirização: teoria insuficiente e indicadores inadequados. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 26, n. esp., p. 1063-1095, dez. 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/HDRXq88dkNyP94kVQLvDytK/>. Acesso em: 28 mar. 2024.

ARAÚJO, A. **Moeda e prosperidade**: o impasse do crescimento na política de estabilização. Rio de Janeiro: Topbooks, 2005.

AUSTERIDADE e retrocesso: finanças públicas e política fiscal no Brasil. 1. ed. São Paulo: Fórum, 21; Fundação Friedrich Ebert Stiftung (FES); GT de Macro da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP); e Plataforma Política Social, 2016. 1 v. Disponível em: <https://brasildebate.com.br/wp-content/uploads/Austeridade-e-Retrocesso.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2022.

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.). **Mercados de capitais e dívida pública**: tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Editora Contra Capa, 2006.

BALL, L.; SCHERIDAN, N. Does inflation targeting matter? **IMF Working Paper**, [s. l.], 03/129, jun. 2003. Disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03129.pdf>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 161ª reunião do Comitê de Política Monetária – COPOM**. Brasília, DF, ago. 2011. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/31082011>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas do COPOM**. Brasília, DF, 1997-2002a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/resultadobusca?termo=Atas%20do%20COPOM&source=>. Acesso em: 18 abr. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletins Mensais**. Brasília, DF, 1994-2002a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/resultadobusca?termo=boletins%20mensais&source=>. Acesso em: 13 abr. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta**. Brasília, DF, 21 jan. 2003. Presi-2003/0177. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2002.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2002.pdf). Acesso em: 28 mar. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas para imprensa**. Brasília, DF, 1994-2002b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/resultadobusca?termo=notas%20para%20a%20imprensa&source=>. Acesso em: 13 abr. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório da Inflação**. Brasília, DF, 1997-2002b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/resultadobusca?termo=Relat%C3%B3rio%20da%20infla%C3%A7%C3%A3o&source=>. Acesso em: 18 abr. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais - v2.1 - Módulo público**. Brasília, DF, [2020]. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 10 abr. 2021.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Investimentos do BNDES com recursos do Tesouro Nacional**. Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consultas-operacoes-bndes/recursos-tesouro>. Acesso em: 5 abr. 2023.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. O BNDES e os “R\$ 500 bi”. **BNDES Aberto**, Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://aberto.bndes.gov.br/aberto/caso/500bi/>. Acesso em: 5 abr. 2023.

BARBOSA FILHO, H.; PESSOA, S. Desaceleração recente da economia. *In*: CENTRO DE DEBATES DE POLÍTICAS PÚBLICAS. **Sob a luz do sol: uma agenda para o Brasil**. São Paulo: CDPP, 2014. p. 15-30.

BARBOSA, F. H.; Crises econômicas e política de 2015: origens e consequências. **Revista Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 69, n. 9, set. 2015. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rce/article/view/57758>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BARBOSA, N. Dois conceitos de dívida bruta e um conceito de dívida líquida. **Blog do IBRE**, Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: [blogdoibre.fgv.br/posts/dois-conceitos-de-divida-bruta-e-um-conceito-de-divida-liquida](http://blogdoibre.fgv.br/posts/dois-conceitos-de-divida-bruta-e-um-conceito-de-divida-liquida). Acesso em: 28 mar. 2024.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. de. A inflexão do governo lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. *In*: SADER, E.; GARCIA, M. A. **Brasil: entre o passado e o futuro**. São Paulo: Boitempo, 2010. p. 1-42.

BARRO, R. J. Rational expectations and macroeconomics in 1984. **American Economic Review**, [s. l.], v. 74, n. 2, p. 179-182, 1984. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v74y1984i2p179-82.html>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. A positive theory of monetary policy in a natural-rate model. **Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 91, n. 4, p. 589-610, ago. 1983a. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1831069>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. Rules discretion and reputation in a model of monetary policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 12, n. 1, p. 101-121, jul. 1983b. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/030439328390051X>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BATISTA JR., P. N. O consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos. *In*: BATISTA JR., P. N. (org.). **Pensando o Brasil: ensaios e palestras**. Brasília, DF: Fundação Alexandre de Gusmão, 2009. p. 115-162.

BATISTA JR., P. N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 10, n. 28, p. 129-197, 1996. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ea/a/C8LWn7sCxzBsYDTdMxtvJBq/>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BEHRING, E. R. **Fundo público, valor e política social**. São Paulo: Cortez, 2021.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. **Depois da queda: a economia brasileira da crise dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.



BERARDI, F. **Asfixia**: capitalismo financeiro e a insurreição da linguagem. São Paulo: Ubu Editora, 2020.

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. S. **Inflation targeting: a new framework to monetary policy?** Chicago: University of Chicago Press, 1997. (NBER Working Paper n. 5893).

BIASOTO JR., G. Para além da política macroeconômica. *In*: BRESSER-PEREIRA, L. C. (org.) **O que esperar do Brasil?** Rio de Janeiro: Editora FGV, 2013. p. 269-295.

BIASOTO JR., G.; AFONSO, J. R. Política fiscal no pós-crise de 2008: a credibilidade perdida. *In*: NOVAIS, L. F.; CAGNIN, R. F.; BIASOTO JR., G. **A economia brasileira no contexto da crise global.** São Paulo: Fundap, 2014. p. 251-280.

BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from brazil.** Chicago: University of Chicago Press, 2004. (NBER Working Paper n. 10389).

BLANCHARD, O. Is there a core of usable macroeconomic? **The American Economic Review**, [s. l.], v. 87, n. 2, p. 244-246, 1997. Disponível em: [https://econpapers.repec.org/article/aeaaecrev/v\\_3a87\\_3ay\\_3a1997\\_3ai\\_3a2\\_3ap\\_3a244-46.htm](https://econpapers.repec.org/article/aeaaecrev/v_3a87_3ay_3a1997_3ai_3a2_3ap_3a244-46.htm). Acesso em: 28 mar. 2024.

BLANCHARD, O. J. **Suggestions for a new set of fiscal indicators.** France: OECD, 1990. (OECD Economics Department Working Paper, n. 79).

BLYTH, M. **Austeridade**: a história de uma ideia perigosa. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economy and Society**, [s. l.], v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/030851400360587>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BRAGA, J. C. *et al.* For a political economy of financialization: theory and evidence **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 26, n. esp., p. 829-856, dez. 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/gsmTpG7tTZ9mDLjHxHNWxfS/abstract/?lang=en>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil.** Brasília, DF: Senado Federal, 2016. em: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/518231/CF88\\_Livro\\_EC91\\_2016.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/518231/CF88_Livro_EC91_2016.pdf). Acesso em: 5 abr. 2023.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1999. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1999/decreto-3088-21-junho-1999-370656-normaatualizada-pe.html>. Acesso em: 5 abr. 2023.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997. Estabelece critérios para a consolidação, a assunção e o refinanciamento, pela União, da dívida pública

mobiliária e outras que especifica, de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal.

**Diário Oficial da União** - Seção 1, Brasília, DF, Página 20249, 1997. Disponível em:

[https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1997/lei-9496-11-setembro-1997-365395-publicacaooriginal-1-](https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1997/lei-9496-11-setembro-1997-365395-publicacaooriginal-1-pl.html#:~:text=Estabelece%20crit%C3%A9rios%20para%20a%20consolida%C3%A7%C3%A3o,Estados%20e%20do%20Distrito%20Federal.&text=Fa%C3%A7o%20saber%20que%20o%20Congresso,Art.)

[pl.html#:~:text=Estabelece%20crit%C3%A9rios%20para%20a%20consolida%C3%A7%C3%A3o,Estados%20e%20do%20Distrito%20Federal.&text=Fa%C3%A7o%20saber%20que%20o%20Congresso,Art.](https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1997/lei-9496-11-setembro-1997-365395-publicacaooriginal-1-pl.html#:~:text=Estabelece%20crit%C3%A9rios%20para%20a%20consolida%C3%A7%C3%A3o,Estados%20e%20do%20Distrito%20Federal.&text=Fa%C3%A7o%20saber%20que%20o%20Congresso,Art.) Acesso em: 21 mar. 2023.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Promulgada emenda constitucional do teto dos gastos públicos. **Agência Câmara de Notícias**, Brasília, DF, dez. 2016. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias>. Acesso em: 25 maio 2022.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Proposta de Emenda à Constituição nº 233, de 28 de fevereiro de 2008**. Altera o Sistema Tributário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF, 2008. Disponível em:

<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=384954>. Acesso em: 12 maio 2013.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Memorando de Política Econômica**. Brasília, DF, 13 nov. 1998. Disponível em <http://www.fazenda.gov.br>. Acesso em: 16 jun. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. **Política Econômica e Reformas Estruturais**. Brasília, DF, 2003a. p. 6-7. Disponível em:

[http://www.andifes.org.br/wp-content/files\\_flutter](http://www.andifes.org.br/wp-content/files_flutter). Acesso em: 16 jun. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Dados estatísticos - Previdência Social e INSS**. Brasília, DF, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-social/dados-estatisticos-previdencia-social-e-inss>. Acesso em: 21 jan. 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho. Programa de Disseminação das Estatísticas do Trabalho. **RAIS**. Brasília, DF, 2022a. Disponível em: <http://pdet.mte.gov.br/rais>. Acesso em: 22 maio 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. Programa de Disseminação das Estatísticas do Trabalho. **CAGED**. Brasília, DF, 2022b. Disponível em: <https://caged.mte.gov.br/portalcaged/paginas/home/home.xhtml>. Acesso em: 22 maio 2022.

BRASIL. Presidência da República. **Emenda Constitucional de Revisão nº 1, de 01 de março de 1994**. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1994. Disponível em:

[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/Emendas/ECR/ecr1.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Emendas/ECR/ecr1.htm). Acesso em: 5 abr. 2023.

BRASIL. Presidência da República. **Emenda Constitucional nº 42, de 19 de dezembro de 2003**. Altera o Sistema Tributário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 2003b. Disponível em:

[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/emendas/emc/emc42.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc42.htm). Acesso em: 12 maio 2023.

BRASIL. Presidência da República. Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 2000. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp101.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm). Acesso em 05 abr. 2023.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003**. Altera a legislação tributária, dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional do Seguro Social e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 2003c. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2003/L10.684.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/L10.684.htm). Acesso em: 12 maio 2023.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Despesas da União - Séries Históricas**. Brasília, DF, 1998-2002. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/despesas-da-uniao-series-historicas/2023/8-2>. Acesso em: 18 abr. 2021.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Brasil vive desindustrialização. **Folha de São Paulo**, São Paulo, ago. 2010a. Mundo. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/mundo/ft2908201011.htm>. Acesso em: 15 set. 2020.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Desenvolvimento, sofisticação produtiva, valor-trabalho e salários. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 29, n. 1, p. 135-160, 2019. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/neco/a/FTBSZmnPgySYCv9FFmgRgmf/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 28 mar. 2024.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana. In: BRESSER-PEREIRA, L. C. (org.). **Doença holandesa e indústria**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010b. v. 1, p. 117-154.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Novo-desenvolvimentismo e ortodoxia convencional. In: BRESSER-PEREIRA, L. C. (org.). **Nação câmbio e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2008. p. 55-93.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Países asiáticos e doença holandesa. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 12 abr. 2010. Mercado. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1204201003.htm>. Acesso em: 4 jan. 2019.

BRESER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. **Macroeconomia desenvolvimentista**: teoria e política do novo-desenvolvimentismo. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

BREUER, C. Expansionary austerity and reverse causality: a critique of the conventional approach, institute of new economic thinking. **Working Paper**, New York, n. 98, p. 1-55, jun. 2019. Disponível em: [https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP\\_98-Breuer.pdf](https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_98-Breuer.pdf). Acesso em: 28 mar. 2024.

BREUER, C. On the Identification and Macroeconomic Effects of Discretionary Changes in Fiscal Policy. **Munich Personal RePEc Archive**, Munich, n. 52056, p. 1-44, 2013. Disponível em: [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/52056/1/MPRA\\_paper\\_52056.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/52056/1/MPRA_paper_52056.pdf). Acesso em: 28 mar. 2024.

CANO, W.; SILVA, A. L. G. A política industrial do governo Lula. **Texto para Discussão**, Campinas, SP, n. 181, p. 2-27, jul. 2010. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1811/texto181.pdf>. Acesso em: 28 mar. 2024.

CARDOSO, E. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 3, p. 514-536, jul./set. 2001. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/kpr69MDMCwMW3JQdnPWS83n/>. Acesso em: 28 mar. 2024.

CARNEIRO, R. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 29, n. 2 (66), p. 293-312, maio/ago. 2019. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/m8rx9dZ3trNK3pbjRwCtXwB/?format=pdf>. Acesso em: 28 mar. 2024.

CARNEIRO, R. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. (Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea). **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 29, n. 3 (70), p. 693-717, set./dez. 2020. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/jvKzjRwqgfV4c4HyFQppJpG/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 28 mar. 2024.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP; IE-Unicamp, 2002.

CARNEIRO, R. Impasses do desenvolvimento brasileiro: a questão produtiva. **Texto para Discussão**, Campinas, SP, n. 153, p. 1-55, 2008. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1783/texto153.pdf>. Acesso em: 28 mar. 2024.

CARNEIRO, R. M. Velhos e novos desenvolvimentismos. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 21, n. esp., p. 749-778, dez. 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/4rHXySRJzqQCxR5sv5d67QK/?format=pdf>. Acesso em: 28 mar. 2024.

CARNEIRO, R. O desenvolvimento revisitado. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, v. 20, n. 3, p. 73-82, jul./set. 2006. Disponível em: <https://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/publicacoes/ricardo/Carneiro6.pdf>. Acesso em: 19 abr. 2021.

CARVALHO, D. F. **Macroeconomia monetária e financeira da produção capitalista**. Belém: ICSA/UFPA, 2014. v. 1.

CARVALHO, J. C *et al.* **Economia monetária e Financeira**: teoria e política. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

CARVALHO, J. C. A influência do FMI na escolha de políticas macroeconômicas em uma economia emergente: o caso do Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. (orgs.). **Agenda Brasil**: Políticas Econômicas para o Crescimento e Estabilidade de Preços.

Barueri: Manole e Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2003. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/323907410>. Acesso em: 28 jun. 2023.

CARVALHO, J. C. Políticas econômicas para políticas monetárias. *In*: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. (org.). **Macroeconomia moderna**: Keynes e economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 258-283.

CARVALHO, J. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4 (100), p. 323-336, out./dez. 2005. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/6NdCTQyQ8Lk9tQsCkMsQ3zg/>. Acesso em: 28 mar. 2024.

CARVALHO, L *et al.* Fiscal costs of monetary policy: indirect effects of an interest rate shock on Brazilian public net debt. **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 36, n. 3 (144), pp. 557-579, jul./sep. 2016. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/89Wnz3X5tdQH3QjhWtKDpBq/?format=pdf&lang=en>. Acesso em: 28 mar. 2024.

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

CENTRO DE ESTUDOS SINDICAIS E DE ECONOMIA DO TRABALHO. Reforma tributária, equidade e financiamento do gasto social. **Carta Social e Trabalho**, Campinas, SP, n. 8, p. 1-60, jan./ago. 2008. Disponível em: <https://cesit.net.br/wp/wp-content/uploads/2014/11/Carta-Social-e-do-Trabalho-8.pdf>. Acesso em 31 mar. 2013.

CHENAIS, F. **Finance capital today**: corporations and banks in the lasting global slump. Chicago: Haymarket Books, 2017.

COCHRANE, J. **Fiscal stimulus, fiscal inflation or fiscal fallacies?** Chicago: University of Chicago Booth School of Business, 2009. Version 2.5. Disponível em: <http://web.archive.org/web/20120220064333/http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/Papers/fiscal2.htm>. Acesso em: 31 mar 2013.

DELONG, J. B.; SUMMERS, L. H. Fiscal policy in a depressed economy [with comments and discussion]. **Brookings Papers on Economic Activity**, [s. l.], p. 233-297, 2012. Disponível em: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a\\_delong.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_delong.pdf). Acesso em: 21 mar. 2023.

DOS SANTOS, C. H. *et. al.* **Por que a elasticidade-câmbio das importações é baixa no Brasil? Evidências a partir das desagregações por categoria de uso.** Brasília, DF: IPEA, 2015. (Texto para Discussão, n. 2046). Disponível em: [https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3643/1/td\\_2046.pdf](https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3643/1/td_2046.pdf). Acesso em: 31 mar 2013.

DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. Os impactos da regra fiscal em um contexto de desaceleração econômica. *In*: CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SARTI, F. (org.). **Para além da política econômica**. São Paulo: Unesp Digital, 2018. p. 283-326.

EICHENGREEN, D. Can emerging markets float? Should they inflation target? **Working Paper Series**, Brasília, DF, n. 36, p. 1-49, 2002. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps36.pdf>. Acesso em: 31 mar 2013.

ENGELS, F. **A situação da classe trabalhadora na Inglaterra**: segundo as observações do autor e fontes autênticas. Tradução B. A. Schumann. São Paulo: Boitempo, 2010.

FARIAS, F. B. A consciência de classe na crise dos tempos pós-modernos. **Revista de Políticas Públicas**, São Luís, v. 26, n. esp., p. 13-45, 2022. Disponível em: <https://periodicoseletronicos.ufma.br/index.php/rppublica/article/view/20259>. Acesso em: 31 mar 2013.

FARIAS, F. B. A luta de classes na crise dos tempos pós-modernos. **Revista de Políticas Públicas**, São Luís, v. 24, n. esp., p. 11-33, 2020. Disponível em: <https://periodicoseletronicos.ufma.br/index.php/rppublica/article/view/15088>. Acesso em: 31 mar 2013.

FARIAS, F. B. **Crise global**: ampuheta fatal. São Paulo: Xamã, 2015.

FILGUEIRAS, L. A. M. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. São Paulo: Boitempo, 2012.

FILGUEIRAS, L. A. M.; GONÇALVES, R. **A Economia Política do Governo Lula**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

FISCHER, Stanley. Central-Bank Independence revisited. **American Economic Review**, [s. l.], v. 85, n. 2, p. 201-206, may. 1995. Disponível em: [https://econpapers.repec.org/article/aeaarec/v\\_3a85\\_3ay\\_3a1995\\_3ai\\_3a2\\_3ap\\_3a201-06.htm](https://econpapers.repec.org/article/aeaarec/v_3a85_3ay_3a1995_3ai_3a2_3ap_3a201-06.htm). Acesso em: 31 mar 2013.

FIX, M.; PAULANI, L. Considerações teóricas sobre a terra como puro ativo (Sicsú; Paula; Michel, 2004) financeiro e o processo de financeirização. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 39, n. 4 (157), p. 638-657, out./dez. 2019. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/add4/58a9505a674bc09807ba81c74c4c62a0ca42.pdf>. Acesso em: 31 mar 2013.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Inflation targeting in emerging market economies. **Working Paper Series**, Brasília, DF, n. 76, P. 1-49, jun. 2003. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps76.pdf>. Acesso em: 31 mar 2013.

FRANCO, G. A crise fiscal da União: diagnóstico e apontamentos para uma lei das finanças públicas. In: FRANCO, G. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro; Editora Francisco Alves, 1995. Cap. 9.

FREITAS, M. C. P. Banco central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação. In: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. (org.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil**: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil; Atitude, 2010. p. 177-208.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. **The American Economic Review**, Pittsburgh, PA, v. LVIII, n. 1, p. 1-17, mar. 1968. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>. Acesso em: 31 mar. 2023.

GARCIA, A. A. S.; WILBERT, M. D. Dívida bruta: Banco Central do Brasil *versus* Fundo Monetário Internacional. *In: CONGRESSO DE CONTABILIDADE E GOVERNANÇA*, 4., Brasília, DF, 2018. **Anais [...]**. Brasília, DF: Unb; FACE, 2018. Disponível em: <https://conferencias.unb.br/index.php/ccgunb/4CCGUnB/paper/download/11268/2243>. Acesso em: 21 nov. 2022.

GARCIA, M. G. P. Contabilidade Criativa e risco fiscal. **Valor Econômico**, São Paulo, A15, 2010. Opinião.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 5. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

GOMES, G.; CRUZ, C. A. S. **Vinte e sete anos de economia brasileira**. Brasília, DF: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, 2022.

GONÇALVES, R. C. **Regime de superávit primário no Brasil: teoria, institucionalidade e prociclicidade**. 2017. 163 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 2017. Disponível em: <https://repositorio.unicamp.br/Busca/Download?codigoArquivo=490071&tipoMidia=0>. Acesso em: 21 mar. 2023.

GONÇALVES, R. Desestabilização macroeconômica e incertezas críticas: o governo FH e suas bombas de efeito retardado. *In: MERCADANTE, A. (org.). O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas, SP: Unicamp, 1997. p. 169-196.

GONÇALVES, R. Nacional-desenvolvimentismo às avessas. *In: CIRCUITO DE DEBATES ACADÊMICOS*, 1., 2011, Brasília, DF. **Anais [...]**. Brasília, DF: IPEA, 2011. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/code2011/chamada2011/pdf/area4/area4-artigo19.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2022.

GONÇALVES, R. Novo desenvolvimentismo e liberalismo enraizado. **Serviço Social e Sociedade**, São Paulo, n. 112, p. 637-671, out./dez. 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ssoc/a/35tRSzsTBxzLLgmThm3rvVF/>. Acesso em: 21 nov. 2022.

GUILLAUMONT, P. An economic vulnerability index: its design and use for international development policy. **Oxford Development Studies**, v. 37, n. 3, p. 193-228, 2009. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13600810903089901>. Acesso em: 21 mar. 2023.

GUILLAUMONT, P. On the economic vulnerability of low income countries. **Etudes et Documents**, Clermont-Ferrand, E2001.02, 2001.

GUTTMANN, R. Financialization revisited: the rise and fall of finance-led capitalism. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 26, n. esp., p. 857-877, dez. 2017. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/ecos/a/r6gX8GSLPgQV8CY79WdYRSr/?format=pdf&lang=en>Acesso em: 21 mar. 2023.

GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n. 82, p. 11-33, nov. 2008. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/nec/a/cxdkDjbbN848Ptf8gqqdqN/>. Acesso em: 21 mar. 2023.

HARVEY, D. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013.

HOBBSAWN, E. **Era dos extremos: o breve século XX 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

HÜBSCHER, E.; SATTLER, T.; WAGNER, M. Does Austerity Cause Polarization?. **British Journal of Political Science**, Cambridge, 53, n. 4, p. 1170-1188, 2023. Disponível em:

<https://www.cambridge.org/core/journals/british-journal-of-political-science/article/does-austerity-cause-polarization/5A92279ABBEE623D38E438848B03C060>. Acesso em: 21 mar. 2023.

IBRAHIM, F. **Capitalism versus planet Earth: an irreconcilable conflict**. Londres: Muswell, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **IPCA**. Rio de Janeiro, [2024]. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/busca.html?searchword=IPCA>. Acesso em: 17 abr. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa Mensal de Emprego**. Rio de Janeiro, 2002-2010. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/busca.html?searchword=pesquisa+mensal++de+emprego>. Acesso em: 22 maio 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Série do PIB anual no Brasil**. Rio de Janeiro, [2023a]. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/busca.html?searchword=S%C3%A9rie+do+PIB++anual+no+Brasil>. Acesso em: 10 abr. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Série do PIB**. Rio de Janeiro, [2023c]. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/busca.html?searchword=serie+do+PIB>. Acesso em: 17 abr. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de Conta Nacionais**. Rio de Janeiro, 2011-2015. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/busca.html?searchword=Sistema+de+Contas+Nacionais>. Acesso em: 25 maio 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Taxa de desemprego aberto**. Rio de Janeiro, [2023b]. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/busca.html?searchword=Taxa+de+desemprego+aberto>. Acesso em: 10 abr. 2021.



INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook Database**.

Washington, D.C. 2007. Disponível:

<http://www.imf.org/External/NP/LOI/2003/bra/01/index.htm#bxb>. Acesso em: 31 mar 2013.

IRWIN, T. C. Accounting Devices and Fiscal Illusions. **IMF Staff Discussion Note**, [s. l.], n. 12/02, 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1202.pdf>.

Acesso em: 21 mar. 2023.

KALECKI, M. Os aspectos políticos de pleno emprego. *In*: KALECKI, M. (org.).

**Crescimento e ciclo das economias capitalistas**. 2. ed. São Paulo: Hucitec, 1990. p. 54-60.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Os economistas).

KEYNES, J. M. **How to Avoid a Slump**. London, Macmillan: Cambridge University Press, 1937. (The Collected Writings of Major Keynes, v. 21).

KOEN, V.; NOORD, P. **Fiscal Gimmickry in Europe: One-Off Measures and Creative Accounting**. France: OECD, 2005. (OECD Economics Department Working Paper, n. 417).

LACERDA, A. C.; OLIVEIRA, A. Influxos de investimento direto estrangeiro (IDE) no Brasil: uma análise da desnacionalização da estrutura produtiva nos anos 2000. *In*: CICLO DE DEBATES EM ECONOMIA INDUSTRIAL, TRABALHO E TECNOLOGIA, 7., 1999, São Paulo. **Trabalhos apresentados** 18 e 19 maio. São Paulo: EITT, 2009.

LAPAVITSAS, C. **Beneficios sin producción: cómo nos explotan las finanzas**. Madrid: Traficantes de Sueños, 2013.

LOAYZA, N.; RADDATZ, C. E. The structural determinants of external vulnerability..

**World Bank Policy Research Working Papers**, [s. l.], n. 4089, p. 1-33, dec. 2006.

Disponível em: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org). Acesso em: 16 jun. 2022.

LOPREATO, F. L. C. (org.). **Caminhos da política fiscal no Brasil**. São Paulo: Unesp, 2013.

LOPREATO, F. L. C. Novos Tempos: política fiscal e condicionalidades pós-80. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 1, p. 125-154, jan./jun. 2004. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19814>. Acesso em: 16 jun. 2022.

LOPREATO, F. L. C. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. **Texto para Discussão**, Campinas, SP, n. 119, fev. 2006. Disponível em:

<https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1749/texto119.pdf>. Acesso em: 16 jun. 2022.

LOPREATO, F. L. C. Política fiscal: mudanças e perspectivas. *In*: CARNEIRO, R. (org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Editora UNESP, 2006. p. 207-229.

LÖWY, M. **Marx, esse desconhecido**. São Paulo: Boitempo, 2023.

LUCAS, R. Econometric Policy Evaluation: a Critique. *In*: BRUNNER, K.; MELTZER, A. H. (org.). **The Phillips Curve and Labour Markets**. Chicago: Chicago University Press, 1976. p. 19-46.

LUCAS, R. Expectations and the neutrality of Money. **Journal of Economic Theory**, [s. l.], v. 4. n. 2, p. 103-124, abr 1972. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0022053172901421>. Acesso em 20 maio 2022.

LUCAS, R.; SARGENT, T After Keynesian macroeconomics. *In*: MILLER, P. J. **The rational expectations revolution: readings from the front line**. Cambridge: MIT Press, 1994. p. 5-30.

MAGDOFF, H. **Imperialism: from the colonial age to the present**. New York: Monthly Review Press, 1978.

MANTEGA, Guido. O primeiro ano da nova matriz econômica. **Valor Econômico**, São Paulo, dez. 2012. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2012/12/19/o-primeiro-ano-da-nova-matriz-economica.ghtml>. Acesso em: 12 maio 2013.

MARTINS, N. M. **Ensaio sobre a “nova” travessia (ou: O programa de ajuste econômico do segundo governo Dilma: uma nova investida neoliberal?)**. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2015 (Texto para Discussão, v. 21).

MARX, K. Crítica ao programa de Gotha. *In*: MARX, K.; ENGELS, F. **Obras escolhidas**. São Paulo: Alfa-Omega, 1985b. V. 2, p. 203-234.

MARX, K. **O Capital: Crítica da Economia Política**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Os Economistas). Livro I, v. II, tomo 2.

MARX, K. **O Capital: Crítica da Economia Política**. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1986. (Os Economistas). Livro III, v. IV e V, tomo 1 e 2.

MARX, Karl. **A ideologia alemã (I – Feuerbach)**. 6. ed. São Paulo: Editora Hucitec, 1987.  
MATTEI, C. E. **The capital order: how economists invented austerity and paved the way to fascism**. Chicago: University of Chicago Press, 2022.

MATTEI, L. Gênese e agenda do novo desenvolvimentismo brasileiro. **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 33, n. 1 (130), p. 41-59, jan./mar. 2013. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/cB7gfmGSFrtFkFvdSJtqbKS/>. Acesso em: 16 jun. 2022.

MATTOSO, J.; BALTAR, P. E. A. **Transformações estruturais e emprego nos anos 90**. Campinas, SP: UNICAMP, 1996. (Cadernos do CESIT, n. 21).

MEDEIROS, C. A. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. *In*: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997. p. 279-346.

MELLO, G.; ROSSI, P. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. *In*: CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SARTI, F. (org.). **Para além da política econômica**. São Paulo: Unesp Digital, 2018. p. 245-282.

MENDONÇA, A. R.; DEOS, S. Regulação Bancária: uma análise de sua dinâmica por ocasião dos dez anos da crise financeira global. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 24, n. 2, p. 1-26, mai./ago. 2020. Disponível em <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/37550/20563>. Acesso em: 28 jul. 2023.

MENDONÇA, H. F. Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 3 (107), p. 431- 451, jul./set. 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/hJrTMVCbfr7fVsJRSt6frpf/?format=pdf>. Acesso em: 16 jun. 2022.

MESQUITA, M. A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. para o Brasil. *In*: CENTRO DE DE BATES DE POLÍTICAS PÚBLICAS. **Sob a luz do sol: uma agenda**. São Paulo: Insper, 2014. p. 3-14. Disponível em: [https://cdpp.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Coletanea-Sob-a-Luz-do-Sol\\_v2509.pdf](https://cdpp.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Coletanea-Sob-a-Luz-do-Sol_v2509.pdf). Acesso em: 22 maio 2022.

MÉSZÁROS, I. **A crise estrutural do capital**. 2. ed. revista e ampliada. São Paulo: Boitempo, 2011a.

MÉSZÁROS, I. **Para além do capital: rumo a uma teoria da transição**. 1. ed. rev. Tradução Paulo Cezar Castanheira e Sérgio Lessa. São Paulo: Boitempo, 2011b.

MIHALJEK, D.; TISSOT, B. Fiscal positions in emerging economies: central bank's perspective. *In*: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Fiscal issues and central banking in emerging economies**. Switzerland, 2003. (BIS Paper n. 20). p. 10-37. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap20.pdf>. Acesso em: 16 jun. 2022.

MINSKY, H. P. The Financial Instability Hypothesis. **Working Paper**, New York, n. 74, 1992. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. Acesso em: 16 jun. 2022

MISHKIN, F. **Will Monetary policy become more of a Science?** Chicago: University of Chicago Press, 2007. (NBER Working Paper n. 13566).

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**, Barueri: Manole, 2005.

MOLLO, M. L. R. O debate desenvolvimentista: reflexões sobre alternativas desenvolvimentistas marxistas. **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 35, n. 4 (141), p. 745-762, out./dez. 2015. Disponível em: [http://icts.unb.br/jspui/bitstream/10482/29585/1/ARTIGO\\_DebateDesenvolvimentistaReflexoes.pdf](http://icts.unb.br/jspui/bitstream/10482/29585/1/ARTIGO_DebateDesenvolvimentistaReflexoes.pdf). Acesso em: 16 jun. 2022

MORA, M.; GIAMBIAGI, F. Federalismo e endividamento subnacional: uma discussão sobre a sustentabilidade da dívida estadual. **Revista de Economia Política**, São Pulo, v. 27, n. 3 (107), p. 472-494, jul./set. 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/FH3nq6f6bJ3NkQDcv7bvzvP/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 16 jun. 2022

MUSGRAVE, R. A. **The theory of public finance**. New York: McGraw-Hill, 1959.

OLIVEIRA, F. A. **Política econômica, estagnação e crise mundial: Brasil, 1980-2010**. Rio de Janeiro: Beco do Azougue, 2012.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **Governos Lula, Dilma e Temer: do espetáculo do crescimento ao inferno da recessão e da estagnação (2003 -2018)**, Rio de Janeiro: Letra Capital, 2019.

ORAIR, R. O; GOBETTI, S. W.; SIQUEIRA, F. F. Política Fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público. *In: PRÊMIO TESOIRO NACIONAL DE MONOGRAFIAS*, 21., 2016. Brasília, DF. **Anais [...]**. Brasília, DF: TN, 2016. p. 79-132. Disponível em: [https://www.acees.com.br/upload/XXII\\_PREMIO\\_NACIONAL\\_DO\\_TESOIRO\\_-\\_MONOGRAFIAS\\_PREMIADAS\\_20180227.pdf](https://www.acees.com.br/upload/XXII_PREMIO_NACIONAL_DO_TESOIRO_-_MONOGRAFIAS_PREMIADAS_20180227.pdf). Acesso em: 16 mar. 2023.

ORAIR, R.; O; GOBETTI, S. W. **O gasto público e o ciclo da política fiscal – 1999-2014**. 2015. 46 f. Monografia (Graduação) - Escola Nacional de Administração Pública, 2015. Prêmio SOF, 1º. lugar, tema 1 – Qualidade do gasto público. Disponível em: [https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/4711/1/tema-1-1o-lugar-rodri-go-octavio-orair-033\\_2015.pdf](https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/4711/1/tema-1-1o-lugar-rodri-go-octavio-orair-033_2015.pdf). Acesso em: 16 mar. 2023.

OREIRO, J. L.; MARCONI, N. O novo-desenvolvimentismo e seus críticos. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 19, p. 167-79, jul./dez. 2016. Disponível em: [https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/o\\_novo-desenvolvimento\\_e\\_seus\\_criticos.pdf](https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/o_novo-desenvolvimento_e_seus_criticos.pdf). Acesso em: 16 mar. 2023.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. **Macroeconomia da estagnação brasileira**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021.

PADRÓN, A. *et al.* Por que a elasticidade-preço das exportações é baixa no Brasil? Novas evidências desagregadas. *In: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Brasil e desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas*. Brasília, DF: IPEA, 2015. p. 15-42.

PEREIRA, J. M. M. **O banco mundial como ator político, intelectual e financeiro (1944–2008)**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2010.

PLANO Brady. **The Capital Advisor**, Disponível em: <https://comoinvestir.thecap.com.br/plano-brady>. Acesso em: 10 abr. 2020.

PRADO, E. F. S. **Da lógica da crítica da economia política**. Marília: Lutas Anticapital, 2022.

PRATES, D. M. A alta recente dos preços das commodities. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 3 (107), p. 323-344, jul./set. 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/sFcjPDfx7dmj8t74YwtfHWG/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 16 mar. 2023.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. Déficit gêmeos e poupança nacional: abordagem teórica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, nº 1 (113), p. 24-42, jan./mar. 2009.

Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rep/a/Z7Tj8636dkyPMR7D596qjgz/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 16 mar. 2023.

RIBEIRO, E. J. J.; SILVA FILHO, E. B. Investimento externo direto no Brasil no período 2003-2012: aspectos regionais e setoriais. **Boletim de Economia e Política Internacional**, Brasília, DF, n. 14, p. 29-46, maio/ago. 2013. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4431>. Acesso em: 16 mar. 2023.

ROSSI, P. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil**: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. Rio de Janeiro: FGV, 2016.

ROSSI, P.; BIANCARELLI, A. M. Do Industrialismo ao financismo. **Plataforma Política Social**, [s. l.], 2015. Disponível em: <https://plataformapoliticasocial.com.br/do-industrialismo-ao-financismo/>. Acesso em: 2 mar. 2023.

SAAD FILHO, A.; MORAIS, L. **Brasil**: Neoliberalismo versus democracia. São Paulo: Boitempo, 2018.

SARGENT, T. J. Rational expectations, the real rate of interest, and the Natural Rate of Unemployment. In: LUCAS JR., R. E.; SARGENT, T. J. (eds.). **Rational expectations and econometric practice**. Mineápolis, The University of Minnesota Press, 1981. p. 159-198.

SARGENT, T.; WALLACE, N. “Rational” expectations, the optimal monetary instrument and the money supply rule. **Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 83, n. 2, p. 241-54, apr. 1975. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1830921>. Acesso em 20 maio 2022.

SARGENT, T.; WALLACE, N. Rational expectations and theory of economic policy. In: LUCAS, R.; SARGENT, T. (eds.). **Rational expectations and econometric practice**. Mineápolis, The University of Minnesota Press, 1981. p. 199-214.

SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, n. 1 (117), p. 63-72, jan./mar. 2010. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/wgcw6wdQDb66phtrhCRJckx/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 2 mar. 2023.

SERRANO, F.; BRAGA, J. O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o governo Clinton. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 15, n. 2 (27), p. 213-214 239, ago. 2006. Disponível em: [https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/609/01\\_Serrano\\_Braga.pdf](https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/609/01_Serrano_Braga.pdf). Acesso em: 2 mar. 2023.

SERRANO, F.; SUMMA, R. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. Rio de Janeiro: **Oikos**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 2, p. 166-202, 2012. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/oikos/article/view/51885>. Acesso em: 2 mar. 2023.

SERRANO, Franklin.; SUMMA, R. **Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014**. Washington, DC: Center for Economic and Policy Research, 2015. Disponível em: <https://cepr.net/documents/publications/Brazil-2015-08-PORTUGUESE.pdf>. Acesso em: 2 mar. 2023.

SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; MICHEL, R. Por que novo-desenvolvimentismo? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 4 (108), p. 507-524, out./dez. 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/BN4xMxTZCC7VzsRmzgjHXRQ/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 6 jun. 2011.

SILVA, L. **Economic policy makers e as guerras palacianas**: o Brasil do início da era Sarney em questão. 2021. 263 f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Programa de Pós-Graduação em Sociologia e Ciência Política, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2021.

SILVA, S. *et. al.* Educação superior pública federal no governo autocrático. *In*: LEHER, R. (org.) **Educação no governo Bolsonaro**: inventário da devastação. São Paulo: Expressão Popular, 2023. p. 187-214.

SKAF, P.; HENRIQUE, A.; SILVA, P. P. Um acordo pela indústria brasileira. **Folha de São Paulo**, São Paulo, maio 2011. Opinião. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz2605201107.htm>. Acesso em: 6 jun. 2011.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, [s. l.], v. 71, n. 3, p. 393-410, jun. 1981. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/4733120\\_Credit\\_Rationing\\_in\\_Markets\\_With\\_Impfect\\_Information](https://www.researchgate.net/publication/4733120_Credit_Rationing_in_Markets_With_Impfect_Information). Acesso em: 2 mar. 2023.

SVARTMAN, E. M. Os think tanks dos Estados Unidos e a produção de ideias sobre o Brasil como país emergente, 2000-2016. **Opinião Pública**, Campinas, SP, v. 27, n. 3, p. 997-1.023, set./dez. 2021. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/op/a/gN4wcnmv8d939tJBkYHzzLC/>. Acesso em: 2 mar. 2023.

SVENSSON, L. E. O. **Inflation targeting as monetary policy rule**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Paper n. 6790).

SVENSSON, Lars. **Inflation targeting**: should it be modeled as an instrument rule as a targeting rule. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2002. (NBER Working Paper Series, n. 8925).

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. *In*: FIORI, J. L. (org.). **O poder americano**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004. p. 111-138.

TAYLOR, J. Reassessing discretionary fiscal policy. **Journal of Economic Perspective**, [s. l.], v. 14, n. 3, p. 21-36, 2000. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.14.3.21>. Acesso em: 2 mar. 2023.

TOBIN, J. **Policies for prosperity**: essays in a Keynesian Mode. Cambridge: The MIT Press, 1987.

TRINDADE, J. R. B. **Dívida pública e teoria do crédito em Marx**: elementos para análise das finanças do Estado capitalista. 2006. 253 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2006.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Statistic**. Geneva, 2014. Disponível em: <https://unctad.org/statistics>. Acesso em: 19 abr. 2021.

VARGAS, N. C. Finanças públicas e evolução recente da noção de disciplina fiscal. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 21, n. 3 (46), p. 643-666, dez. 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/TWbcNKNsJdDsChyrFF5bhtc/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 10 abr. 2020.

WALRAS, L. **Compêndio dos elementos de economia política pura**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

WERLANG, S. Sugestões para uma política antiinflacionária no Brasil. *In*: REIS VELLOSO, J. P. (org.). **Inflação, moeda e desindexação**. São Paulo: Fórum Nacional; Nobel, 1994. Cap. 8.

ZOCKUM, M. H. (coord.). **Livre para crescer**: proposta para um Brasil moderno. São Paulo: Cultura Editores Associados; Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, 1990.