



**Texto para Discussão 021 | 2015**

***Discussion Paper 021 | 2015***

**Ensaio sobre a “nova” travessia  
(ou: O programa de ajuste econômico do segundo  
governo Dilma: uma nova investida neoliberal?)**

**Norberto Montani Martins**

*Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro  
CNPq*

This paper can be downloaded without charge from  
<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

# Ensaio sobre a “nova” travessia

## (ou: O programa de ajuste econômico do segundo governo Dilma: uma nova investida neoliberal?)

Novembro, 2015

**Norberto Montani Martins**

*Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro  
CNPq*

### Resumo

O presente ensaio tem como objetivo realizar uma análise das políticas econômicas levadas a cabo no Brasil entre 2011 e 2015, com foco no programa de ajuste econômico do segundo governo Dilma. Para além de uma análise descritiva das políticas fiscal, monetária e financeira, foca-se nos aspectos de economia política que podem ajudar a explicar a guinada na direção de políticas de cunho neoliberal. Mais especificamente, busca-se avaliar se essas políticas representam uma retomada do projeto neoliberal dos anos 1990 e qual contexto ajuda a explicar esta opção. Argumenta-se que estamos testemunhando uma nova “investida” neoliberal, agora focada na liberalização dos mercados de trabalho e de crédito nacionais. Para validar esta opção, o discurso oficial remete ao mito da travessia: seria necessário navegar em meio a dificuldades para enfim chegar à terra prometida, qual seja o restabelecimento do crescimento econômico. Contudo, a distribuição das dificuldades nesta nova travessia tende a pesar exclusivamente sobre os trabalhadores e a população menos favorecida. Neste sentido, argumenta-se que o programa de ajuste do segundo governo Dilma não era inevitável, pode perdurar por um período de tempo mais longo e abre as portas para realinhar o projeto de desenvolvimento econômico brasileiro ao projeto neoliberal.

Palavras chave: Política econômica; política monetária; austeridade fiscal; governo Dilma; Brasil.

Classificação JEL: E61; E62; E63; E65; G18; G28.

# **Essay on the “new” journey of the Brazilian economy (or: The economic adjustment program of Dilma II: a new neoliberal ‘assault’?)**

## **Abstract**

This essay aims at analysing Brazilian economic policies during the period 2011-5, focusing on the economic adjustment program put forth in the second term of the president Dilma Rousseff. Beyond a descriptive analysis of fiscal, monetary and financial policies, we focus on the aspects of political economy that help in explaining the turn towards neoliberal policies. More specifically, we aim at analysing whether these policies represent a resumption of the neoliberal project of the 1990s and understanding the context that explains this choice. We argue that we are witnessing a new neoliberal ‘assault’, now focused in the liberalisation of the Brazilian credit and labour markets. To validate this choice, the official discourse uses the classic myth of hero’s journeys: it would be necessary to navigate through storm waters and face many difficulties till one is able to eventually achieve the promised land – in our case, economic growth. However, the distribution of these difficulties in this new journey weighs on workers and individuals that are more vulnerable. In this sense, we argue that the economic adjustment program of Dilma II was not unavoidable, could last for a long period of time and sets room to the realignment of the Brazilian development project to the neoliberal project.

**Keywords:** Economic policy; monetary policy; fiscal austerity; Dilma’s government; Brazil.

**JEL Codes:** E61; E62; E63; E65; G18; G28.

## Ensaio sobre a “nova” travessia

(ou: O programa de ajuste econômico do segundo governo Dilma: uma nova investida neoliberal?)\*

“Sem dúvida, nós estamos em um ano de *travessia*, também estamos em um ano de novas possibilidades. Estamos atualizando as bases da nossa economia, e nós iremos voltar a crescer dentro do nosso potencial.”

Dilma Rousseff

(Portal Planalto, 2015)



Laerte (2015)

---

\* O autor agradece aos comentários de Jennifer Hermann, Luiz Macahyba, Paula Sarno, Enilce Melo, Gabriel Porto, Rudrá Moura e Marcelo Cidade, que surgiram numa rodada de discussão com base na primeira versão deste texto. De seus comentários nasceram diversas mudanças que, a meu ver, aprimoraram o texto. O resultado final, no entanto, é de exclusiva responsabilidade do autor. Agradeço também o financiamento do CNPq.

# 1 Introdução

Um mês. Ou até menos que isso. Este foi o período que decorreu entre o resultado das eleições presidenciais de 2014, que mantiveram Dilma Rousseff no planalto, e a clara sinalização de uma reorientação das intenções do governo em termos de política econômica, ao menos em relação ao propagado na campanha eleitoral: o ministro da Fazenda viria dos quadros do mercado financeiro.

Se na propaganda petista os “banqueiros” capturariam o Banco Central (BCB) e “tirariam a comida da mesa do trabalhador”, na prática o governo indicou um “banqueiro”, Joaquim Levy, não para o BCB, mas para o Ministério da Fazenda e ficou a cargo dele operar as medidas que vêm sendo responsáveis por ampliar o desemprego, contrair a renda e diminuir “direitos” dos trabalhadores.

Com efeito, as ações tomadas pelo governo reeleito após o pleito e no decurso de seu segundo mandato são marcadas pela implantação de um programa de ajuste econômico e uma mudança na direção de políticas mais atidas ao receituário neoliberal. A justificativa desta escolha foi que seria necessário promover um ajuste para recolocar a economia brasileira nos trilhos e a indicação de uma figura ligada ao mercado financeiro para a Fazenda teve como objetivo reconquistar a “credibilidade perdida”, especialmente na frente fiscal.

Credibilidade à parte, podemos sistematizar o programa de ajuste ao redor de três áreas: austeridade fiscal; rigidez ou austeridade monetária; reconfiguração dos mercados de crédito e capitais. A primeira área, a austeridade fiscal, é caracterizada pelo corte nos investimentos públicos, pela redução das despesas do governo em seguridade social (saúde e assistência social) e educação e pelo desmonte de direitos trabalhistas, como seguro desemprego e pensões. A segunda área, a rigidez ou austeridade monetária, está relacionada à reorientação do Banco Central do Brasil na direção de um regime mais “rígido” de metas de inflação. A terceira, por fim, é marcada pelas mudanças nas políticas creditícias do BNDES e dos demais bancos públicos, com a diminuição do seu escopo de atuação nos mercados de crédito e de capitais brasileiros.

Os ministros da Fazenda e do Planejamento afirmam que todas essas medidas são necessárias para que a economia brasileira recupere uma rota de crescimento econômico, a despeito de seus efeitos imediatos desastrosos. É necessário enfrentar as intempéries

inerentes ao ajuste econômico. Empregos serão perdidos. Lucros irão encolher. O crescimento cairá. Eventualmente, direitos serão revistos. Entretanto, finda a travessia brasileira, a Ítaca do crescimento sustentado e da produtividade será alcançada.

Não é a primeira vez que a retórica do governo apela para o chamado “mito da travessia”. Isso já ocorreu em diversas ocasiões, em especial, ao longo dos anos 1990, quando eram implementadas políticas e reformas neoliberais (Erber, 1996). Entretanto, a travessia traz consigo as mesmas questões fundamentais do passado: As políticas anunciadas podem alcançar o resultado esperado pela equipe do governo? Como elas, em especial, a austeridade fiscal, irão redefinir o espaço de atuação do Estado brasileiro e o projeto de desenvolvimento do país? O que justifica esta brusca mudança em direção ao neoliberalismo neste momento?

Em meio a este contexto, o presente ensaio tem como objetivo realizar uma análise compreensiva das políticas econômicas levadas a cabo no Brasil entre 2011 e 2015, com foco no programa de ajuste econômico do segundo governo Dilma. Para além de uma análise descritiva das políticas fiscal, monetária e financeira, foca-se nos aspectos de economia política que podem ajudar a explicar as mudanças na direção de um neoliberalismo mais estrito. Mais especificamente, busca-se avaliar se essas políticas representam um retorno ao projeto neoliberal dos anos 1990 e como elas podem definir o desenvolvimento econômico brasileiro no futuro, a partir da redefinição do papel do Estado na economia.

## 2 A política econômica de Dilma I em perspectiva

Os primeiros quatro anos de Dilma no planalto, durante o período de 2011 a 2014, foram marcados por intenções e resultados ambíguos em termos de política econômica. A ambiguidade aqui se refere tanto à lógica que pareceu orientar as decisões da equipe econômica quando analisadas em conjunto, quanto às divergentes interpretações sobre as políticas levadas a cabo no período. Uma descrição completa e detalhada destas decisões e políticas transcende o escopo deste ensaio<sup>1</sup>, porém cabe ressaltar alguns elementos fundamentais das políticas levadas a cabo durante o referido período.

Em primeiro lugar, a política econômica adquiriu maior complexidade. O arcabouço de instrumentos e medidas acionados foi bastante além da simplicidade explícita no tripé macroeconômico adotado desde 1999, onde o controle da taxa de juros assume papel de protagonista<sup>2</sup>. Foram acionadas medidas macroprudenciais com o propósito de controlar o risco sistêmico e a expansão do crédito, foram adotadas políticas financeiras diversas, em especial, a criação das debêntures incentivadas e a cruzada para a redução dos *spreads* bancários, e foram admitidos controles de capitais, com alguma eficácia após atingir os mercados de derivativos de câmbio (Modenesi et al., 2015: 12-20).

Em segundo lugar, em determinado momento, a equipe econômica de Dilma parecia querer anunciar uma ruptura com o *status quo* de “ganhadores” e “perdedores” na distribuição dos efeitos positivos e negativos das políticas implantadas. Numa análise simplificada, pode-se afirmar que, ao longo da década de 2000, o mercado financeiro era favorecido pelas altas taxas de juros (ainda que cadentes ao longo da década) e pela valorização cambial e os trabalhadores pela valorização do salário mínimo e pelo crédito, ao passo que a indústria e o setor exportador – em especial aquela não financeirizada – “sofriam” com a perda de competitividade decorrente da valorização cambial e com os elevados custos do financiamento, e com uma folha salarial crescente<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Sobre este tema, ver Ferrari Filho et al. (2014), Paula et al. (2015), Serrano e Summa (2015) e Modenesi et al. (2015).

<sup>2</sup> Vale notar que já no final do segundo governo Lula se acenava pela maior complexidade na política econômica, mas o processo só se consolida no primeiro governo Dilma, quando os controles de capitais mais fortes entram em vigor e a cruzada contra os *spreads* ocorre.

<sup>3</sup> Em termos do agronegócio, os resultados até podiam ser negativos do ponto de vista dos custos do financiamento e dos salários, mas eram compensados pelo barateamento das importações de bens de capital,

Em 2011 buscou-se, de alguma forma, redistribuir as forças e os resultados em termos de política econômica. Os juros caíram abruptamente após agosto – sendo a primeira vez que o BCB cortou a taxa Selic num contexto de inflação corrente em aceleração e de expectativas de aceleração inflacionária no futuro – e iniciou-se um longo processo de redução da taxa básica, até seu mínimo histórico de 7,25% a.a. em novembro de 2012. A Fazenda acionou uma série de controles de capitais para segurar a valorização cambial e obteve êxito em manter uma taxa menos sobrevalorizada após a introdução do imposto sobre operações financeiras (IOF) nos derivativos cambiais. O câmbio havia deixado de ser a principal variável para o combate inflacionário – caso contrário, a indústria poderia não suportar. Iniciou-se também uma série de desonerações e políticas de redução de custo (em especial, energia elétrica) e promoveu-se uma série de programas para facilitação do financiamento, dentre os quais se destaca o Programa de Sustentação do Investimento operado pelo BNDES.

Parecia uma tentativa de reconfigurar a “matriz” macroeconômica numa nova divisão de forças que favorecia a indústria nacional a partir da desvalorização cambial e da contração de custos, porém limitaria os ganhos do setor financeiro (privado) com juros e novos capitais – vale lembrar que a presidenta foi a público defender que o Brasil não seria mais um “almoço grátis” para os bancos. Quanto aos trabalhadores, foram mantidas as políticas de valorização do salário mínimo e demais benefícios sociais. Ainda que a taxa de câmbio mais elevada limitasse os ganhos reais efetivos, este grupo se manteve como beneficiário do esquema de política vigente.

Toda essa reconfiguração<sup>4</sup> parecia apontar para uma redefinição das forças econômicas que traria a indústria novamente para o centro da expansão econômica, impondo um novo dinamismo ao processo de crescimento. Todavia, este cenário não logrou êxito. O alento

---

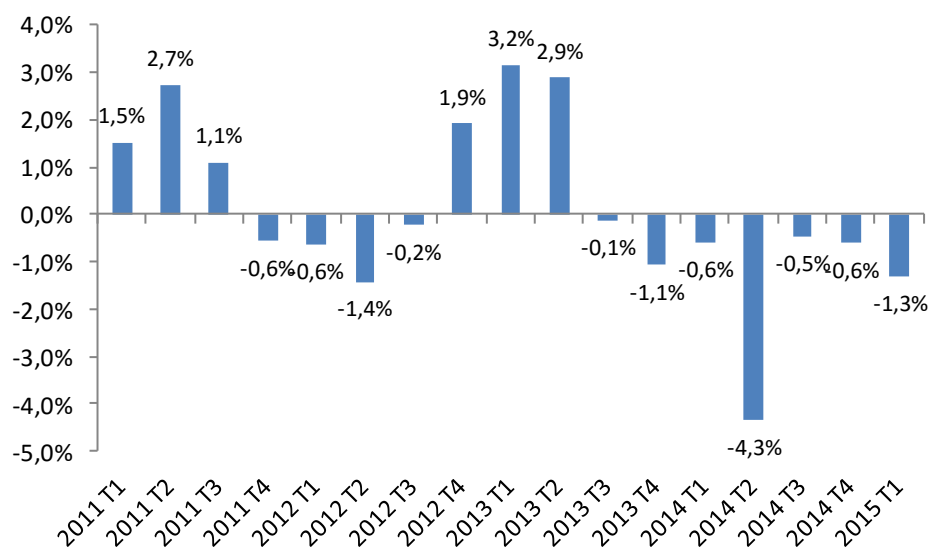
pelos elevados preços das *commodities* no mercado internacional e, até a crise, pela expansão da demanda mundial, em especial, proveniente da China. No balanço de forças, o setor parecia ter “saldo líquido positivo” para si.

<sup>4</sup> Quanto ao agronegócio, este segundo cenário era menos estimulante, já que os efeitos compensadores não eram tão intensos ou relevantes quanto no pré-crise. A nova taxa de câmbio favorecia exportações, mas os preços de *commodities* estavam mais deprimidos; o financiamento estava mais barato, mas os salários continuavam crescendo; a demanda chinesa e o crescimento mundial desaceleraram vertiginosamente. Soma-se a isso as condições climáticas desfavoráveis, com uma das maiores secas do período recente. Certamente, traçou-se um quadro menos animador para este grupo.



para os investimentos não durou mais que um trimestre em 2012 (este principalmente devido ao efeito estatístico da base de comparação) e dois trimestres em 2013 (Gráfico 1).

**Gráfico 1: Formação bruta de capital fixo**  
**Variação trimestral do índice encadeado dessazonalizado**



Fonte: IBGE (Ipeadata), Sistema de Contas Nacionais – referência 2010.

Diversas explicações são cabíveis. O discurso oficial do governo atribui ao cenário externo desfavorável e à seca o desempenho pouco brilhante dessas políticas, muito embora não as avaliasse negativamente (Ministério da Fazenda, 2014a). Para outros autores, este fracasso não resultou de fatores externos, mas principalmente internos. Segundo Serrano e Summa (2012; 2015), a política fiscal contracionista no biênio 2011-2 acabou por desestimular a demanda agregada e tornar inócua a política de incentivos ao setor privado. Já Bhering et al. (2015) apontam que a “nova matriz” teria fracassado, pois sua configuração de forças não seria capaz de estimular investimentos dadas as características da economia brasileira: os investimentos tem pouca sensibilidade às taxas de juros; a baixa elasticidade à taxa de câmbio real da balança comercial acaba por limitar efeitos de mudanças no câmbio sobre as contas externas no curto prazo; esta mesma desvalorização acabou por acirrar o conflito distributivo inerente à dinâmica inflacionária brasileira.

Ainda criticamente, Ferrari et al. (2014) apontam a incongruência das políticas adotadas com o arcabouço vigente consubstanciado no tripé, ao passo que Modenesi et al. (2015) destacam o caráter cosmético de algumas mudanças: uma vez minimamente restauradas as condições pré-crise (i.e., eliminadas as condições de exceção), o retorno ao arcabouço neoliberal mais estrito seria inevitável. Por fim, Paula et al. (2015) apontam que, a partir de determinado momento, houve uma falta de coordenação entre as políticas, o que prejudicou as intenções iniciais da equipe do governo.

Em adição, pode-se argumentar que o motivo, talvez principal, para o fracasso desta nova configuração foi que a capacidade de reação da indústria e do setor privado para dar início a um novo ciclo sustentado de investimentos estava prejudicada. Décadas de erosão dos lucros, devido à exposição à competição externa (em especial, com a China) e, mais recentemente, ao crescimento dos salários, que diminuem a capacidade de acumulação interna das firmas não se recuperam num piscar de olhos. A crise mundial e a demanda externa em baixa também não contribuíram. A elevação do câmbio acabou por ter efeitos ambíguos, pois, embora pudesse favorecer a receita, também encarecia insumos e bens de capital. A redução das taxas de juros e as políticas financeiras facilitavam os financiamentos, mas deprimiam os ganhos financeiros aos quais as empresas vinham recorrendo há tempos para compensar as perdas em outras áreas – houve um processo de financeirização efetivamente (Araújo et al., 2012; Rugitsky, 2015; Zaluth Bastos, 2015a). Enfim, as condições vigentes eram tais que o empresariado nacional não seria capaz de sustentar uma nova onda de investimentos por longo período. Daí o fracasso da tentativa de transferir a eles esta responsabilidade.

Em terceiro lugar, uma vez percebido que o setor privado não seria capaz de liderar uma nova onda expansiva na economia brasileira – e isso ficou claro já em 2012, a partir do comportamento dos investimentos<sup>5</sup> –, o governo poderia ter retomado uma orientação fiscal francamente expansionista, assumindo para si a tarefa de liderar o crescimento. Contudo, não é isso que os dados revelam. Bastos et al. (2015) confirmam o impacto fiscal negativo sobre o crescimento da política praticada em 2011, muito embora já em 2012 a política fiscal pode ser considerada novamente expansionista – i.e., com impacto

---

<sup>5</sup> Ver Santos et al. (2015) para uma discussão sobre a dinâmica dos investimentos no país, com uma análise mais acurada sobre o comportamento da rubrica máquinas e equipamentos.

positivo sobre a demanda agregada. Entretanto, conforme destacam Gentil e Hermann (2015), o período ficou marcado por uma estratégia “apenas aparentemente expansionista”. Segundo esta estratégia, foi adotada “uma política fiscal ambígua, que contemplava tanto ações expansionistas (em alguns itens de gasto e tributos), quanto restritivas (em outros)” (Gentil e Hermann, 2015: 17).

Em especial, podemos argumentar que o governo não imprimiu o ritmo necessário ao investimento público como forma de estimular a demanda agregada e o investimento privado. Na realidade, privilegiou-se a implantação de um programa de concessões de serviços públicos ao setor privado e a concessão de desonerações tributárias em larga escala, como forma de incentivo ao setor privado (Gentil e Hermann, 2015: 14-5). Ou seja, o governo optou não por estimular diretamente a demanda agregada e sim reduzir os custos e/ou ampliar a margem de lucro do setor privado, para que este direcionasse o investimento (Serrano e Summa, 2012). Contudo, como vimos, a capacidade da indústria liderar uma onda de investimentos era restrita.

Cabe trazer, por fim, num quarto eixo de análise, a questão se as mudanças realizadas no biênio 2011-2 significaram uma mudança efetiva de rota, em prol de uma configuração mais afeita ao liberal-desenvolvimentismo. Nesta segunda vertente, a articulação do Estado com a sociedade assume contornos mais explícitos e se dá de forma mais ativa, ainda que dentro de um arcabouço em essência neoliberal<sup>6,7</sup>.

Já nos referimos brevemente a este tópico anteriormente, quando referenciamos os trabalhos de Ferrari et al. (2014) e Modenesi et al. (2015). Ao que parece, ainda que as mudanças tentativas, representadas pela maior complexidade de instrumentos e pela nova

---

<sup>6</sup> O termo liberal-desenvolvimentismo se refere ao renascimento do “velho desenvolvimentismo dos anos 50 a 70” sob moldes liberais, em linha com Sallum Jr. (1999; 2000). Conforme este autor: “Nessa versão de liberalismo também dá-se prioridade à estabilização monetária, mas a urgência com que ela é perseguida aparece condicionada aos efeitos potenciais destrutivos que as políticas anti-inflacionárias ocasionarão no sistema produtivo” (Sallum Jr., 2000: 151).

<sup>7</sup> Nas palavras do próprio Ministério da Fazenda (2014a: 8): “Com a revelação da crise europeia, em meados de 2011, ficou evidente que a turbulência externa seria mais longa e mais severa do que parecia num primeiro momento. Assim, foi reforçada a política anticíclica e adotada a chamada nova matriz macroeconômica, que consistiu na construção das condições para a redução dos juros, acompanhada pela desoneração de impostos e pela moderação da valorização do real, a partir do câmbio flutuante. Tudo isso *resguardado o regime de metas de inflação e a manutenção de superávits primários consistentes com a redução da dívida pública*”.

configuração de forças pró-indústria almejada, tenham sido incongruentes com o arcabouço do tripé ou cosméticas, podemos avaliar que houve uma sinalização de mudança de rota, sim. Foram os primeiros passos noutra direção, porém que dependiam do sucesso pleno das políticas adotadas para que se abrisse espaço para uma mudança genuína de arcabouço de política num segundo momento.

Genuína *ma non troppo*. Talvez não a mudança plenamente desejada por economistas heterodoxos, que, por exemplo, poderia envolver o abandono do regime de metas para inflação, mas uma flexibilização significativa das amarras originais e a consolidação de um arcabouço “liberal-desenvolvimentista”, conforme o sentido empregado em Sallum Jr. (1999; 2000). As metas estritas de superávit primário abririam espaço para uma gestão mais flexível e até anticíclica do orçamento, o câmbio seria menos flexível devido aos controles de capitais e a taxa de juros não seria o instrumento de combate inflacionário por excelência, havendo espaço para políticas de rendas e a utilização de instrumentos macroprudenciais. Porém houve uma reversão e uma volta abrupta ao núcleo estrito de políticas neoliberais.

A avaliação de que as mudanças implantadas, ou a “nova matriz macroeconômica”, fracassaram se consolidou. Ainda que parte do governo possa argumentar que a situação estaria muito pior se a reorientação não houvesse ocorrido, dado o cenário externo nebuloso e o quadro de seca no país, o fato é que dois trimestres de recuperação não foram suficientes para dar origem a uma nova trajetória expansiva de mais vigor. Infelizmente – ou felizmente –, não dispomos do contrafactual para que possamos validar ou invalidar esse argumento. Se o governo houvesse se engajado numa política fiscal não só aparente, mas efetivamente expansionista esta breve recuperação de 2013 poderia ter sido sustentada? Não é possível reescrever o passado. Entretanto, a partir do passado, acabamos por escrever o futuro.

A percepção de fracasso das políticas econômicas acabou se consolidando e, assim, deu margem à cristalização de outra leitura do período como narrativa oficial. Leitura esta que apresentamos brevemente na próxima seção, como forma de contextualizar a guinada neoliberal do segundo governo Dilma.

### **3 A política econômica de Dilma I sob outra perspectiva**

A perspectiva alternativa, de cunho essencialmente ortodoxo, sobre a política econômica do primeiro mandato de Dilma pode ser sintetizada em duas linhas de argumentação, não necessariamente alternativas, mas com enfoques distintos. A primeira linha entende que as políticas adotadas já a partir da crise financeira internacional de 2008-9, mas, em especial, em Dilma I, são caracterizadas pela tentativa de estender ao longo do tempo um modelo já falido, esgotado de crescimento econômico baseado no consumo (Bolle e Guardado, 2012; Bolle, 2014a; Fraga e Lisboa, 2014). O objetivo último das políticas financeiras, em especial, creditícias, e da redução das taxas de juros seria alongar a trajetória expansiva do consumo das famílias e, assim, o ciclo de crescimento vigente no período pré-crise.

Segundo esta análise, o esgotamento do modelo de crescimento via consumo está diretamente relacionado à dinâmica da relação entre consumo e investimento: se a aceleração do primeiro não se traduzir na aceleração do segundo, fica comprometida a estratégia, já que a aceleração inflacionária seria inevitável ou a lucratividade das empresas acabaria por pagar a conta do mercado de trabalho aquecido. A saída seria que a expansão do consumo fosse acompanhada pela expansão do investimento, para aliviar a inflação e diminuir as pressões sobre o empresariado através do aumento da produtividade.

Contudo, a demanda agregada por si não seria capaz de ampliar a produtividade e induzir investimentos: somente reformas estruturais (tributária, do mercado de trabalho) seriam capazes de tal. Como destacam Bolle e Guardado (2012): “só uma estratégia de crescimento focada nas reformas estruturais e nas condições para o avanço do investimento privado garante a sustentabilidade da expansão da atividade e do desenvolvimento do País”.

Além disso, haveria também outras questões que poderiam limitar a eficácia desta opção: (i) o endividamento das famílias, já que as dívidas iriam começar a abocanhar uma parcela cada vez maior da renda familiar (a despeito das taxas de juros cadentes) e, assim, ampliar a fragilidade financeira deste grupo; (ii) o potencial vazamento do consumo doméstico

para o exterior, o que manteria o endividamento crescente, porém enterraria de vez a perspectiva do investimento nacional ser induzido pelo lado da demanda doméstica.

A segunda linha de interpretação, que acabou prevalecendo como o discurso ortodoxo sobre o período, caracteriza as medidas adotadas após a crise – e, novamente, em especial durante o primeiro mandato de Dilma – pela ampliação dos braços do Estado no cotidiano econômico. Neste processo, a “nova matriz” se afastou das amarras institucionais do tripé neoliberal e, ao ampliar a ingerência do Estado na economia, acabou por ampliar a insegurança do empresariado e reduzir a produtividade já deprimida do país (Mesquita, 2014). O Estado brasileiro teria “desorganizado” a economia a partir de uma agenda gestada nos quadros do Partido dos Trabalhadores (Franco, 2014), que resgata as políticas dos anos 1960-70 de cunho desenvolvimentista (Holanda Filho e Pessoa, 2014).

O período teria sido caracterizado por uma série de “distorções” relevantes em relação ao modelo de superávit primário, metas de inflação e câmbio flexível estabelecido em 1999 e operado estritamente até a crise: (i) administração cambial; (ii) leniência inflacionária; (iii) descontrole fiscais e o recurso a “pedaladas”; (iv) políticas de controle de preços<sup>8</sup>; (v) expansão dos bancos públicos e de desenvolvimento; (vi) estímulos setoriais, inclusive desonerações, seletivos.

Do ponto de vista da intervenção estatal, sob uma ótica generalista, é interessante notar que, segundo ambas as linhas de interpretação, o processo de ampliação do peso do Estado foi gestado não no governo Rousseff, mas já no segundo mandato de Lula. Entretanto, conforme apontado por Mesquita (2014: 1):

“a inovação sob Rousseff foi uma tendência ao hiperativismo, em parte resultante do contexto global, em parte de um certo estilo gerencial. Com isso, aspectos da política macroeconômica foram sendo alterados com alta frequência, [...] sem que as autoridades tenham exibido muita preocupação sobre os efeitos que tais mudanças poderiam ter sobre o grau de incerteza e o ambiente de negócios prevalecente na economia.”

---

<sup>8</sup> Sobre as ingerências do primeiro governo Dilma sobre os preços administrados conforme a interpretação ortodoxa ver Azevedo e Serigati (2015).

O panorama, portanto, estava estabelecido de modo que as políticas econômicas estavam focadas não na ampliação da produtividade, que seria capaz de originar uma expansão de longo alcance dos investimentos, e que o Estado sofria de uma síndrome intervencionista, que resultou na ampliação da incerteza. Neste cenário, o investimento não encontrava respaldo para crescer de forma sustentada. O cenário externo desfavorável também jogava contra, mas as decisões internas equivocadas são tidas como as principais responsáveis pela condução da economia a um quadro de forte desaceleração do crescimento, aceleração da inflação e, em especial, “deterioração” das contas públicas.

É interessante analisar a visão ortodoxa sobre a análise da “piora” do resultado do setor público, pois ela é diretamente relacionada à justificativa de que um ajuste seria necessário. Esta análise se desdobra em três esferas: (i) gasto; (ii) receita; (iii) institucionalidade da gestão fiscal. Quanto ao gasto, não há consenso propriamente dito. A ideia de que houve certo descontrole no gasto é certamente difundida (Almeida Jr. et al., 2015: 1; Mesquita, 2014). Porém, há também uma interpretação menos “calamitosa”, que identifica que o gasto público cresceu como resposta a demandas sociais, o que tem caráter essencialmente estrutural (Holanda Filho e Pessoa, 2014). É consenso, entretanto, que o gasto tem um caminho de expansão bem definido, em especial, devido às despesas com assistência social (aposentadorias, pensões, benefícios etc.), caracterizado por uma “rigidez” à baixa.

Na esfera da receita, a estratégia de implantar uma série de desonerações setoriais em meio a um período de desaceleração econômica foi tida como principal responsável pela diminuição da arrecadação, o que, dada a rigidez dos gastos, explicaria em grande parte a piora nos resultados fiscais. Além disso, esta estratégia é tida como inócua, já que, segundo a leitura ortodoxa, ao selecionar setores, acabaria por distorcer o cenário econômico e de investimento, assim, reforçando o quadro de incerteza para os negócios.

As principais críticas, contudo, parecem se situar na terceira esfera. As frases de Bolle (2014a) resumem bem esta análise: “A deterioração das contas públicas pariu a quimera da contabilidade criativa, essa que corroeu o que restava de credibilidade ao governo.”. As críticas proferidas às chamadas “pedaladas fiscais” ou à “contabilidade criativa” foram ferozes. Por pedaladas entende-se um conjunto de medidas de cunho contábil e operacional levadas a cabo para viabilizar a obtenção dos resultados fiscais prometidos, que do contrário não seriam alcançados. Isto envolveu o relacionamento de bancos

públicos (em especial a Caixa Econômica Federal) com o Tesouro Nacional e o abatimento de rubricas de investimento (Minha Casa Minha Vida, Programa de Aceleração do Crescimento etc.) e desoneração dos montantes componentes das metas de superávit primário<sup>9</sup>, dentre outros (Barros e Afonso, 2013).

Segundo esta interpretação, foi posta em xeque a institucionalidade da política fiscal, consubstanciada na Lei de Responsabilidade Fiscal e nas ações para atingir as metas de superávit primário. Veio a reboque o discurso sobre a falta de transparência e sobre a consequente perda de credibilidade da equipe econômica, em especial, do Tesouro Nacional. Barros e Afonso (2013: 29) são claros: “A experiência mostrou que o ganho em se atingir formalmente a meta fiscal não compensa a perda em termos de credibilidade e transparência”.

À guisa de síntese, podemos afirmar que sob esta outra perspectiva, de filiação neoliberal, o primeiro governo Dilma pode ser resumido na tentativa fracassada de reavivar o consumo através do crédito, no excesso de intervencionismo, que gerou distorções e ampliou a incerteza, e na total perda de credibilidade na gestão fiscal, com resultados ruins e utilização de artifícios de contabilidade “criativa”. Além do mais, em nenhum momento o governo se voltou a políticas que buscassem ampliar a produtividade. Assim, segundo esta interpretação, a desaceleração do investimento e do crescimento e a aceleração da inflação não seriam surpresas. E elas vieram com o “bônus” da falta de credibilidade da equipe econômica de Dilma.

Disso segue que uma mudança substancial seria não só desejável, mas imperativa. Seria preciso sanear as contas públicas e promover um ajuste fiscal, retomar a gestão monetária rígida – ou austera – e evitar os excessos do governo em sua síndrome intervencionista.

---

<sup>9</sup> Conforme expõe Bolle (2014b): “O governo [...] bolou a seguinte estratégia: já que não será possível alcançar a meta, melhor extingui-la. Não parou aí. Resolveu, também, ampliar os abatimentos da meta, hoje restritos aos investimentos do PAC. Resolveu propor que as desonerações também fossem, daqui para frente, deduzidas dos futuros objetivos fiscais que o governo impuser para si. Ora, desonerações são escolha de política econômica do governo, refletem opção de abrir mão de parte da receita tributária. Se o governo puder deduzir isso da meta, nada o impedirá de expandir os abatimentos para abranger outras opções de política fiscal, o que, no fim, resultaria num objetivo fiscal para inglês ver. Se tudo puder ser deduzido da meta, para que ter meta?”



Tudo isso, preferencialmente, no contexto de uma nova equipe econômica, que pudesse passar uma borracha sobre a perda de credibilidade da anterior.

Conforme Holanda Fiho e Pessoa (2014: 12) apontam:

“Não é mais possível continuar a reduzir os juros na marra, não dá para continuar a controlar o preço da gasolina e a tarifa de energia elétrica, há sinais iniciais de que o processo de forçar os bancos públicos a baixarem na marra os spreads bancários tem gerado aumento de inadimplência, não é possível aceitar níveis mais elevados de inflação, não é possível reduzir o superávit primário ainda mais, não é possível piorar ainda mais o déficit de transações correntes, a enorme expansão da dívida bruta não permite a continuidade da expansão do balanço do BNDES, etc. Para qualquer direção que se olhe um limite foi ou está muito próximo de ser atingido.”

O governo do PT, reeleito em outubro de 2014, a despeito do propagado na campanha eleitoral, parece ter encampado esta perspectiva: o “limite” foi atingido.

## 4 A nova *travessia* (ou: a nova guinada neoliberal do PT)

A campanha eleitoral de 2014 foi marcada pela agressividade e polarização entre a perspectiva de continuidade e a opção por uma saída à direita para o executivo federal (Singer, 2014; Safatle, 2014a; 2014b). Na ocasião, o programa do PT sustentava as políticas implantadas no primeiro governo de Dilma, rejeitando o estigma de fracasso e apontando para a manutenção do emprego como principal métrica validadora. Ainda, rejeitava abertamente o programa da oposição, que, embebido pela perspectiva ortodoxa, pregava um retorno ao núcleo de políticas neoliberais, com foco no ajuste fiscal e em reformas ditas estruturais – exatamente a “outra” perspectiva apresentada na seção anterior.

Neste contexto, a reeleição de Dilma foi tida como um alento para a esquerda. Contudo, em pouco tempo esta leitura dos fatos se dissolveu. Já em novembro a cena parecia delineada: apontava-se para uma formação ministerial essencialmente conservadora – posteriormente confirmada (Safatle, 2014c). Também em novembro as primeiras mudanças de rumo da política econômica já vinham sendo indicadas pela equipe que decerto sairia ao final de 2014. Guido Mantega, então Ministro da Fazenda, anunciava: “Temos o desafio de fazer a *transição* para novo ciclo de expansão da economia mundial e brasileira”. Esta transição, em sua lógica, envolveria basicamente “um aumento gradual do superávit primário”:

“Temos que fazer redução das despesas e procurarmos [sic] também diminuir algumas rubricas que estão crescendo muito, como seguro-desemprego, abono, auxílio-doença e pensão por morte. Também temos que recuperar a receita” afirmou Mantega ao explicar que a atual situação da arrecadação pode ser explicada pelo menor crescimento a atividade econômica” (Ministério da Fazenda, 2014b).

A cristalização dessa nova distribuição de forças na política econômica, enfocada na política fiscal austera, veio com a nomeação do novo Ministro da Fazenda. Grande atenção foi dada às especulações acerca da pasta, que acabou nas mãos de Joaquim Levy, que à época ocupava o cargo de diretor superintendente da Bradesco Asset Management (BRAM). Indicou-se um nome não só ligado, mas representante por excelência do mercado financeiro, sob o estigma da recuperação da credibilidade da equipe econômica.

O governo sinalizava, portanto, que o discurso pré-eleitoral se esvaia. Sinalizava que o “limite”, conforme posto por economistas de filiação ortodoxa, parecia ter sido atingido: o ajuste fiscal, ou, em termos mais claros, a austeridade fiscal, viria inevitavelmente; fez-se “imperativo”. As demais medidas “intervencionistas” também seriam reponderadas. Todas as ações subsequentes apenas referendariam esta (“outra”) perspectiva.

Seria necessário ajustar para crescer. Corrigir a rota e reaprumar a economia. E, assim, evitar o descontrole, que poderia tomar a forma de crise. Em seu discurso de posse, Levy (2015: 9) não poderia ter sido mais claro: “talvez nunca antes na nossa história, em períodos democráticos, houvésemos tido a maturidade, como país, de fazer correções bem antes que uma crise econômica se instalasse”. Sob suas batutas e as do Banco Central e do Ministério do Planejamento, o país inauguraria um novo período de travessia.

#### **4.1. Política Fiscal**

Num primeiro momento, a principal frente de atuação da guinada neoliberal diz respeito à esfera fiscal. Em sua posse, o ministro Levy destacou que: “mais uma vez, a democracia brasileira dá prova de sua excelência, ao reafirmar o consenso do *imperativo da disciplina fiscal* para o crescimento econômico e social e para o desenvolvimento sustentável” (Levy, 2015: 2; grifos meus). Este discurso soava em harmonia com o propagado pelo Ministério do Planejamento, agora nas mãos de Nelson Barbosa, que em seu discurso de posse: “reforçou a necessidade de ajuste fiscal para retomada do crescimento. Para ele, a política fiscal expansionista como forma de aparar os efeitos da crise cumpriu um papel importante, *mas atingiu seu limite*” (Barbosa, 2015a; grifos meus).

Ainda no campo da “retórica”, apenas para que não passe despercebido, é interessante resgatar outro trecho da fala do ministro Levy (2015: 3; grifos meus) em sua posse: “O

Brasil tem plenas condições de exercitar o equilíbrio fiscal, com disciplina nos gastos públicos e no uso de outros instrumentos econômicos, como os bancos públicos, *sem com isso ofender direitos sociais ou deprimir a economia*”.

A primeira “ofensiva” fiscal, entretanto, deve ser entendida a partir da conjunção das medidas propostas ainda no final de 2014 e no primeiro trimestre do *novo* governo – que parece ter iniciado seu mandato não em 2015, mas em novembro de 2014. Com efeito, em 27 de novembro deste ano, foi anunciada a nova equipe econômica do governo do PT, confirmando os nomes de Joaquim Levy para o Ministério da Fazenda e Nelson Barbosa para o Planejamento – além disso, Alexandre Tombini foi mantido na presidência do Banco Central.

A primeira linha de ação da nova equipe econômica foi buscar “resgatar” a dita credibilidade perdida e disseminar, ao menos retoricamente, uma repulsa à chamada contabilidade criativa. O (nomeado porém não efetivado) Ministro Levy destacou na data mencionada que (grifos meus):

“O Ministério da Fazenda reafirma o seu compromisso com a *transparência de suas ações*, manifesta no fortalecimento da comunicação de seus objetivos e prioridades, e na divulgação de dados tempestivos, abrangentes e detalhados, especialmente das contas fiscais, que possam ser avaliados por toda a sociedade, incluindo os agentes econômicos”.

Coube a ele divulgar uma meta de superávit primário de 1,2% do PIB para o setor público não financeiro para o ano de 2015, bem inferior às metas dos anos anteriores (de 2,3% em 2013 e 1,9% em 2014). O anúncio refletiria a dita transparência, deixando às claras que o governo previa um cenário econômico difícil no ano vindouro, o que necessitaria de maior flexibilidade nesta meta, porém buscava tornar claro desde o início quais as dificuldades a serem enfrentadas.

Quanto à questão da contabilidade criativa, a indicação de um novo secretário para o Tesouro Nacional buscou dirimir as dúvidas em relação à continuidade ou não das ditas

“manobras” fiscais. A notícia publicada pelo Ministério da Fazenda no final de janeiro de 2015 é autoexplicativa (grifos meus):

“O secretário do Tesouro Nacional, Marcelo Barbosa Saintive, afirmou [...] que seu compromisso é trabalhar com *transparência, tempestividade e conformidade nas regras*. ‘Vamos cumprir a meta de superávit de 1,2% do PIB e recuperar a credibilidade’, ressaltou em sua primeira coletiva à frente da pasta”.

Desta forma, ficou caracterizado desde o início que a nova equipe econômica iria adotar uma linha distinta da anterior: deixaria de lado as “pedaladas fiscais” e buscaria, através da transparência na comunicação e em suas ações, criar uma redoma de “credibilidade” ao seu redor. Providenciou-se, portanto, uma resposta direta às críticas ortodoxas sobre os ocupantes prévios das pastas, muito embora não esteja claro se havia efetivamente um problema de transparência e comunicação, ou se ele refletia humores dos agentes privados envolvidos na economia política da política econômica. Voltaremos ao tópico quando analisarmos o que chamamos de segunda “ofensiva” fiscal.

A segunda linha de ação se deu com a edição das Medidas Provisórias nº 664 e 665, que alteraram as condições para concessão de auxílio doença, pensão por morte, abono salarial, seguro defeso e seguro desemprego, tornando mais rígidas as demandas para os novos pleiteantes aos benefícios da seguridade social<sup>10</sup>.

Para exemplificar, no caso da pensão por morte, propôs-se a inclusão de uma carência de 24 meses para gozo do benefício, o estabelecimento de um tempo mínimo de união, revisão do benefício vitalício para cônjuges independentemente da idade e redução do benefício (MP nº 664/14, Exposição de Motivos). Outro exemplo, propôs-se dobrar o tempo exigido para concessão do seguro desemprego na primeira solicitação, saindo de

---

<sup>10</sup> Ambas as MPs foram assinadas ainda por Mantega e não por Joaquim Levy.

seis para doze meses. Musse (2015) fornece uma descrição mais detalhada de todas as medidas e suas implicações.

O que é importante sinalizar é que ambas as MPs não foram vistas como “ofensas” a direitos sociais, porém tecnicamente qualificadas como reduções de despesas obrigatórias integrantes do ajuste pelo Ministério do Planejamento. Por mais que haja um argumento que as medidas são corretivas de distorções na concessão destes benefícios, elas, de fato, ganharam papel, segundo o discurso do governo, na promoção do ajuste fiscal. Além disso, dada sua importância para os beneficiários, estas alterações exigiriam uma ampla negociação e discussão, justamente o que não houve. Como destaca Musse (2015: 46; grifos meus):

“A afirmação do governo, de que [estas medidas] são necessárias para o equilíbrio fiscal do país nos próximos anos, para corrigir as distorções na concessão de benefícios trabalhistas e previdenciários é totalmente descabida. Financeiramente não é preciso, e o superávit da Seguridade confirma isso. E *corrigir distorções do sistema não pode implicar supressão de conquistas sociais*. O que se vê até aqui é o desrespeito às instituições democráticas e ao diálogo prévio com trabalhadores e seus representantes, verdadeiro retrocesso em matéria de direitos”.

A terceira linha de ação consistiu na revisão das desonerações tributárias, em múltiplas frentes e com diversos objetivos embutidos, para além da tentativa de restabelecer fontes de receita antes deliberadamente renunciadas. Com maior impacto, houve elevação do PIS/Cofins sobre importados, reversão das desonerações na folha de pagamento e elevação do imposto sobre produtos industrializados para setores específicos<sup>11</sup>. Buscou-se, basicamente, reverter todas as medidas implantadas no contexto da crise como forma de “eliminar” as distorções impostas pelo próprio governo.

---

<sup>11</sup> Soma-se a definição de novos parâmetros para o Reintegra.

Em particular, quanto à questão da desoneração da folha, tal política dispensou um grupo crescente de empresas do pagamento da contribuição patronal ao INSS relativa aos seus funcionários tendo como objetivo reduzir o custo do emprego e aumentar a competitividade destas empresas. Ainda que não fosse relevante como fator dinamizador da economia, a manutenção do emprego seria o principal benefício decorrente da medida.

A leitura das duas equipes econômicas, de Dilma I e Dilma II, entretanto, contrasta significativamente. Enquanto a primeira advoga a relevância da política para a redução dos custos e preservação do emprego no pós-crise de 2008<sup>12</sup>, a segunda ressalta que os efeitos da desoneração no emprego não foram significativos<sup>13</sup> e advoga que “a política de Desoneração da Folha mostrou ter baixa eficiência, uma vez que, devido ao seu desenho, custa mais aos cofres públicos do que os empregos mantidos ou criados” (Ministério da Fazenda, 2015b). No início de março de 2015, a segunda interpretação se consolida e o governo envia ao planalto um Projeto de Lei revertendo as desonerações<sup>14</sup>.

Duas outras medidas tributárias adotadas merecem destaque: a recomposição das contribuições de intervenção no domínio econômico (CIDE) sobre combustíveis e o aumento do imposto sobre operações financeiras (IOF) incidente sobre o crédito para pessoas físicas. Elas, entretanto, têm natureza distinta das reversões mencionadas nos parágrafos anteriores. A recomposição da CIDE, realizada através do Decreto nº 8.395, de janeiro de 2015, teve como objetivo “eliminar as distorções” introduzidas nos preços dos combustíveis – o governo não pode mais “controlar” o preço da gasolina. Já o

---

<sup>12</sup> Conforme notícia do Ministério da Fazenda de 29 de janeiro de 2014: “O ministro da Fazenda, Guido Mantega, afirmou nesta quarta-feira (29/1) que a desoneração da folha de pagamentos tem contribuído para reduzir o custo do setor produtivo. ‘Possibilitou que o setor continuasse contratando trabalhadores e aumentasse sua eficiência’, ressaltou”.

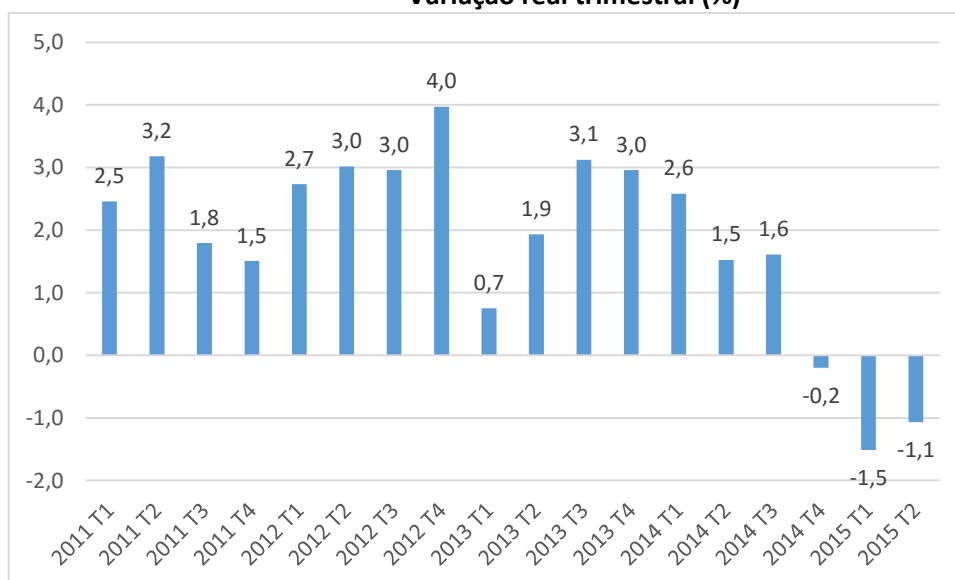
<sup>13</sup> Conforme consta na exposição de motivos da MP nº 669 que buscava reverta as desonerações, a interpretação agora vigente é que: “A perda de arrecadação deveria ter sido compensada com o aumento da produtividade das empresas beneficiadas, aumento do número de empregos formalizados e aumento das exportações, todavia, passados mais de três anos da medida os resultados esperados não foram alcançados”. Ver SPE-Ministério da Fazenda (2015) e Ministério da Fazenda (2015b). De forma ainda mais crítica a estas políticas, Pinto e Afonso (2015: 27) argumentam que: “Na prática, a [desoneração] se converteu em uma oneração, ora para alguns empregadores, que passaram a pagar mais tributo sobre receita do que antes sobre salários, e ora para o governo, que teve suportar uma renúncia crescente e pesada no caso de muitos empregadores, e sem garantia de impacto expressivo sobre emprego e massa salarial”.

<sup>14</sup> Inicialmente, foi enviada uma Medida Provisória, a de nº 669, no final de fevereiro, rejeitada pelo Senado.

aumento do IOF crédito, com seu foco no crédito à pessoa física, em geral direcionado ao consumo, pode ser associado à primeira crítica ortodoxa à política de Dilma I – não adiantaria fazer o consumo marchar de forma forçada –, mas se insere mais claramente numa revisão da política financeira que descreveremos na seção 4.3.

Por fim, a quarta linha de ação foi a mais agressiva do ponto de vista da demanda efetiva da economia: foi realizada uma “reprogramação” da execução financeira do governo. Leia-se: contingenciamento da despesa, buscando resgatar um patamar de gasto equiparável ao ocorrido no ano de 2013, muito embora destacou-se que este não era o termo apropriado (Ministério da Fazenda, 2015a). Contrair a expansão da despesa pública foi a quarta via de atuação. Com base nas Contas Nacionais, pode-se observar um primeiro efeito das diversas medidas de contingenciamento: o Gráfico 2 ilustra a variação do consumo final da administração pública em relação ao mesmo período do ano anterior, apontando uma redução significativa em termos reais dos dois primeiros trimestres de 2015 em relação aos dois primeiros trimestres de 2014.

**Gráfico 2: Consumo final da administração pública**  
**Variação real trimestral (%)**



Fonte: IBGE (Ipeadata), Sistema de Contas Nacionais – referência 2010.

A utilização da expressão “contrair a expansão da despesa pública” não é inadvertida. Ela indica que o foco desta linha de ação é justamente limitar que o gasto público se expanda



a ritmos mais acelerados, uma vez que parte deste gasto cresce naturalmente (por exemplo, devido à indexação das pensões e aposentadorias ao salário mínimo nominal). Isso não significa que a despesa pública nominal irá necessariamente cair, muito embora isto possa acontecer, porém que cresce a taxas inferiores às dos períodos anteriores. Com uma inflação crescente, isso equivale à uma contração real da despesa, o que verificamos no Gráfico 2.

Contudo, cabe notar que diante de uma situação em que diversas rubricas relevantes das despesas são inerentemente rígidas, o espaço para a redução de despesas correntes no curtíssimo prazo é limitado. Isto está relacionado basicamente à rigidez dos gastos previdenciários, fundamentais do ponto de vista social, e a novos gastos estruturais criados, por exemplo, pela expansão de universidades públicas e saúde (pessoal, luz, água etc.). Ainda que haja algum espaço, no agregado, para cortes em gastos de pessoal, este também é limitado como estratégia de redução da despesa corrente<sup>15</sup>. Assim sendo, como aponta Gobetti (2015: 23):

“configura-se um espaço muito restrito para cortar as despesas de custeio, a menos que se revisem ou cancelem programas sociais que, ao que tudo indica, são prioridades de governo e, de certa forma, atendem a expectativas da sociedade por mais e melhores serviços públicos”

Neste contexto, a via de saída para a viabilização de uma redução mais significativa da despesa pública se encontra naturalmente nos investimentos públicos, onde o governo possui maior discricionariedade para operação. 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 gasto dos agentes privados através da sinalização negativa. O resultado em termos das contas públicas pode

---

<sup>15</sup> Além disso, como destaca o autor “Os chamados gastos de custeio da máquina, pelo que tudo indica, estão estabilizados em proporção do PIB, [...] o que desconstitui a imagem de um Estado em processo de inchamento, pelo menos em atividades-meio. Dito de outra forma, o governo vem ampliando consideravelmente seu gasto, mas predominantemente em capital físico e humano, importantes para o desenvolvimento social e econômico” (Gobetti, 2015: 25).

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.

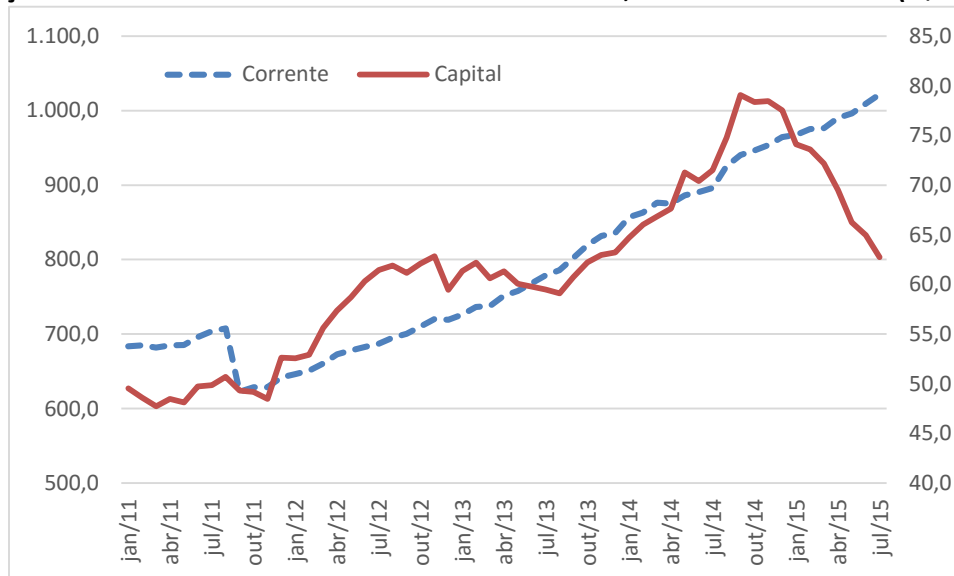
Apenas para ilustrar a plausibilidade da hipótese de que o ajuste programado das despesas se dará essencialmente através dos investimentos públicos, o Gráfico 3 plota a evolução de duas séries, a primeira referente ao que chamamos despesas “correntes” e a segunda referente a despesas de capital<sup>16</sup>. Ambas se referem a dados mensais fornecidos pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) acumulados em 12 meses para eliminar efeitos de sazonalidade e correspondem a valores nominais. Podemos observar que enquanto as despesas “correntes” mantem uma trajetória de crescimento mais ou menos estável em termos nominais, a despeito das medidas de contenção das despesas com custeio e pessoal, as despesas de capital apresentam uma forte redução a partir de dezembro de 2014. Em relação ao número de dezembro de 2014, as despesas de capital (acumuladas em 12 meses) se reduziram R\$ 14,8 bilhões até julho de 2015 – em termos percentuais, houve uma retração de 19,1% em termos nominais<sup>17</sup>. Portanto, ainda que consideremos a limitação das estatísticas utilizadas, podemos afirmar que o ajuste pelo lado da despesa vem ocorrendo através da retração dos investimentos públicos.

---

<sup>16</sup> Por despesas correntes entende-se a soma de todas as despesas do Tesouro Nacional exceto Outras Despesas de Capital e Transferência do Tesouro ao Banco Central. Por despesas de capital tomamos a rubrica Outras Despesas de Capital como referência. Muito embora devamos reconhecer a limitação destas estatísticas, elas aqui servem ao propósito único de ilustrar o efeito negativo do ajuste fiscal que já pode ser observado sobre as despesas com investimentos. Para uma discussão mais acurada sobre investimentos públicos no Brasil, entretanto, sem incluir dados para o período mais recente, ver Santos et al. (2014), Orair (2014) e Gobetti e Orair (2014).

<sup>17</sup> As despesas “correntes” acumuladas em 12 meses, por sua vez, se expandiram R\$ 57,5 bilhões no mesmo período ou 6,0% em termos percentuais.

**Gráfico 3: Despesas do Tesouro Nacional**  
**Evolução das rubricas mensais acumuladas em 12 meses, em valores nominais (R\$ bilhões)**



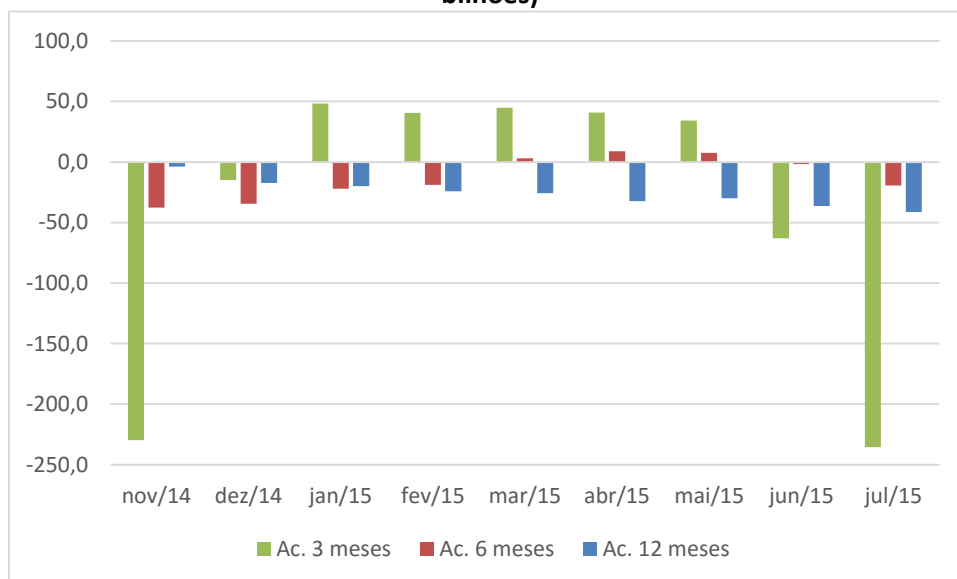
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da STN.

À guisa de síntese, podemos caracterizar a primeira “ofensiva” fiscal a partir da conjunção de suas quatro linhas de ação: buscou-se promover um “choque de credibilidade”, houve uma redefinição de alguns direitos sociais, eliminou-se as desonerações tributárias antes promovidas e promoveu-se uma contração dos investimentos públicos<sup>18</sup>.

Os efeitos desta primeira ofensiva podem ser analisados sob duas óticas: uma restrita a seus efeitos nas contas públicas e outra macroeconômica. Sob a primeira ótica, podemos avaliar os resultados a partir do comportamento do resultado primário do governo central, objetivo retórico da austeridade fiscal promovida pelo novo governo do PT. Os Gráficos 4 e 5 ilustram a evolução deste indicador ao longo do tempo. O Gráfico 4 fornece uma fotografia do período após novembro de 2014, ao passo que o Gráfico 5 coloca a evolução deste indicador em perspectiva ao longo do tempo.

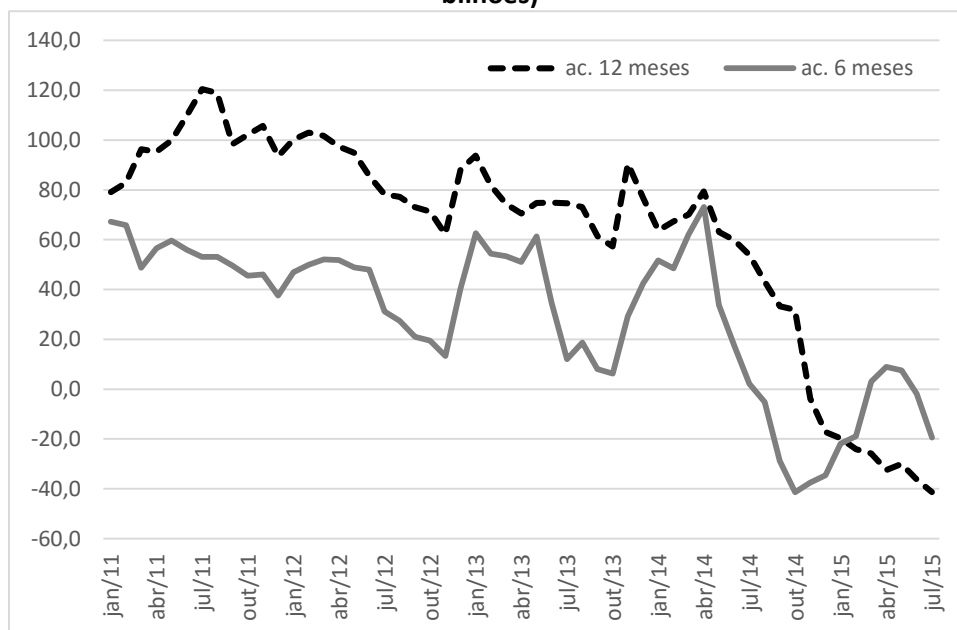
<sup>18</sup> Há que se admitir que, aqui, a política fiscal foi analisada, em grande parte, sob as lentes dos indicadores utilizados por autores de filiação ortodoxa, justamente para mostrar a aderência das políticas ao propagado por estes autores. Para uma avaliação alternativa, de cunho heterodoxo, ver Gentil e Hermann (2015).

**Gráfico 4: 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: Elaboração Própria a partir de dados da STN.

**Gráfico 5: Resultado Primário do Governo Central**  
**Evolução das rubricas mensais acumuladas em 6 e 12 meses, em valores nominais (R\$ bilhões)**



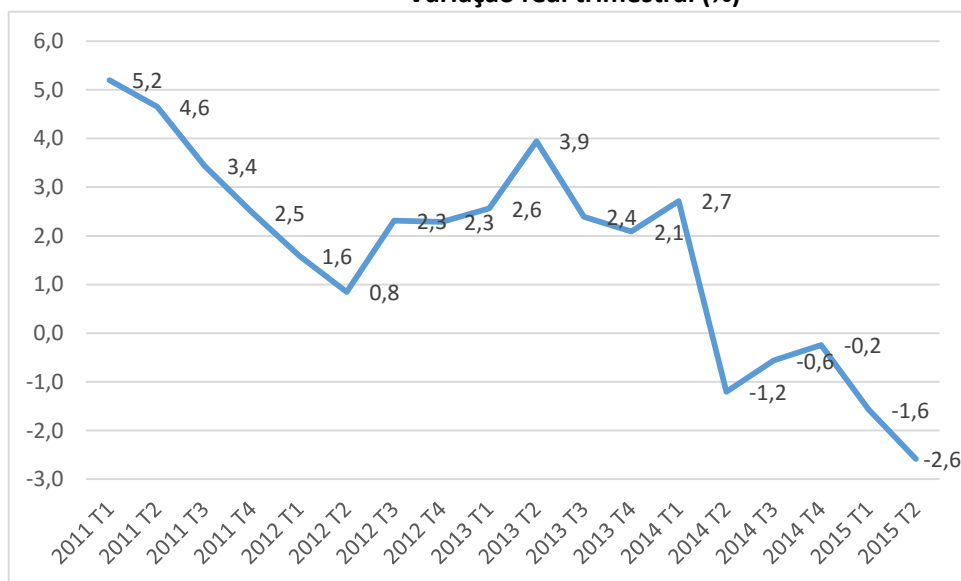
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da STN.

Ao observarmos as séries acumuladas em 3 e 6 meses, podemos inferir que o ajuste promovido teve os efeitos esperados (i.e., “positivos”) sobre o resultado primário somente no curtíssimo prazo. O resultado primário, negativo nos últimos meses de 2014, passou a ser positivo já em janeiro para o indicador de 3 meses e em março para o de 6 meses. Porém, a partir de junho, este sinal é revertido e o resultado primário volta a apresentar patamares negativos – especialmente em julho.

Quando colocamos isso numa perspectiva menos curto prazista, pode-se observar que o ajuste fiscal promovido não teve eficácia: quando acumulamos os resultados em 12 meses, observamos uma tendência clara de expansão do déficit primário ao longo do tempo. Portanto, as quatro linhas de ação produziram efeitos positivos efêmeros sobre o resultado primário, porém foram insuficientes para reverter a trajetória de expansão do déficit primário do governo central.

Sob a ótica macroeconômica, podemos observar que a estratégia fiscal adotada pelo governo coincidiu com a acentuação da desaceleração do crescimento econômico (Gráfico 6) e do aumento do desemprego (Gráfico 7). Ainda que não possamos atribuir os resultados de indicadores macroeconômicos exclusivamente aos efeitos da ofensiva fiscal, é difícil não associar a acentuação da retração da demanda agregada à retração de uma importante rubrica de gastos autônomos, o investimento público – soma-se a isso a elevação da carga tributária. Além disso, os efeitos do ajuste sobre as expectativas parecem ter sido nulos ou mesmo contraproducentes. De qualquer forma, a hipótese inicial de que o ajuste fiscal iria produzir efeitos positivos sobre o crescimento (e, em última instância, sobre o emprego) está longe de ser validada pelos resultados de curto prazo.

**Gráfico 6: Produto Interno Bruto  
Variação real trimestral (%)**



Fonte: IBGE (Ipeadata), Sistema de Contas Nacionais – referência 2010.

Analisando os dados disponíveis até julho de 2015, podemos concluir que a estratégia de política fiscal adotada pelo *novo* governo não entregou os resultados prometidos no curto prazo. O choque de credibilidade foi inócuo, a redução do investimento público pode ter impactado negativamente a demanda efetiva, assim como a elevação da carga tributária, sem, contudo, reverter os resultados negativos das contas públicas.

**Gráfico 7: Desemprego**  
**Taxa de Desemprego (%)**



Fonte: IBGE (Ipeadata), Pesquisa Mensal de Emprego. Taxa de desemprego das pessoas de 10 anos ou mais de idade, período de referência de 30 dias, por regiões metropolitanas.

Em meio a este contexto, o governo brasileiro anunciou uma segunda ofensiva fiscal no terceiro trimestre de 2015. Primeiramente, a meta de superávit primário para 2015 foi reduzida de 1,2% do PIB (em valores atualizados de julho, 1,1% do PIB) para 0,15% do PIB, como forma de sinalizar aos agentes o “compromisso” com a transparência e a realidade econômica brasileira. Posteriormente, em setembro<sup>19</sup>, foram anunciadas novas medidas de redução da despesa, mantendo a orientação da primeira ofensiva. Conforme o Ministério do Planejamento (2015) explicou na ocasião:

---

<sup>19</sup> Cabe notar que se parte da justificativa para a adoção de políticas de austeridade fiscal girava em torno da manutenção do grau de investimento do Brasil no mercado internacional, também por este lado as políticas não entregaram o que vislumbravam: em 9 de setembro de 2015, a agência de classificação de risco Standard & Poor's rebaixou a nota atribuída ao Brasil, retirando-o do grupo assinalado como grau de investimento. O impacto deste acontecimento isoladamente é limitado, pois após a crise de 2008 a regulação financeira nas nações centrais, em especial, Estados Unidos e Europa, em geral exige a consideração de classificações de risco de mais uma agência para a realização de investimentos ou remete à utilização de modelos próprios para avaliação de risco. Entretanto, esta decisão da S&P abre precedente para que outras agências reduzam também o *rating* brasileiro, aí sim podendo haver maior impacto sobre os fluxos de capitais para o Brasil. As novas medidas de austeridade, embora tenham sido gestadas anteriormente a esta decisão, foram anunciadas dias após o anúncio da S&P.

“Das nove medidas apresentadas por Barbosa, quatro reduzem o gasto discricionário da União – com saúde e com os programas Minha Casa Minha Vida e de Aceleração do Crescimento (PAC) –, quatro são para redução do gasto com folha de pagamento [dentre elas, adiamento do reajuste dos servidores e suspensão de concursos] e uma revisa a projeção de gasto com subvenção agrícola”

Por fim, numa terceira linha de ação, buscou-se propôr duas medidas tributárias de destaque: elevar o imposto de renda sobre ganho de capital próprio para venda de bens acima de R\$ 1 milhão e resgatar a Contribuição Provisória Movimentação Financeira (CPMF), agora com alíquota de 0,2%, durante um período de dois anos. Além disso, propôs reduzir estímulos tributários ainda vigentes<sup>20</sup>. Neste caso, as medidas ainda se encontram em fase de tramitação, pois dependem do aval do Congresso para irem à frente.

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. Não será surpresa se, daqui a seis meses, quando olharmos a evolução dos indicadores, alcancemos conclusões semelhantes àquelas que chegamos para a primeira ofensiva. Além disso, mesmo que acreditássemos que um forte ajuste fiscal poderia contribuir positivamente para o rumo da economia brasileira, as ofensivas adotadas parecem apontar para resultados bem diferentes dos almejados. Conforme coloca Gobetti (2015: 29):

“a probabilidade de uma contração fiscal se tornar exitosa (em termos de efeitos positivos sobre o PIB) dependeria da forma como ela fosse realizada, se por meio de cortes no orçamento corrente (boa qualidade), se mediante

---

<sup>20</sup> Conforme notícia do Ministério da Fazenda, de 14/09/2015: “No que diz respeito aos gastos tributários, o governo propõe rever incentivos fiscais para setores específicos que somam R\$ 5,8 bilhões. Serão reduzidos benefícios fiscais para exportação, investimento em inovação e para a indústria química, além de estabelecer um teto de 5% para abatimento de juros sobre capital próprio do imposto a pagar”.



redução dos investimentos e aumento de impostos (má qualidade). [...] pode-se dizer que há um certo consenso entre economistas de diversas matizes de que um ajuste fiscal do segundo tipo, no mínimo, não contribuiria para a retomada do crescimento econômico”.

Se não são os resultados estritamente econômicos que justificam a política adotada, há outros motivos que servem para justificar a adoção das medidas de austeridade, para além da economia em si. Não é à toa que começam a surgir interpretações neoliberais que colocam em xeque os compromissos firmados na Constituição de 1988 e sugere que somente reformas profundas no Estado brasileiro poderão solucionar os “problemas” fiscais do país – vide Almeida Jr. et al. (2015) e Agência Senado (2015), sendo esta última referente à chamada “Agenda Brasil”, sugerida pelo senador Renan Calheiros<sup>21</sup>.

## 4.2 Política Monetária

Complementarmente à política fiscal austera, a atuação do Banco Central do Brasil (BCB) no *novo* governo parece ter sido orientada de forma a reduzir os estímulos à atividade econômica e com o objetivo de resgatar o regime de metas de inflação em sua forma mais pura e rígida. Explica-se: algumas leituras da condução da política monetária na gestão do presidente Alexandre Tombini sugerem uma interpretação de que o regime de metas passou a ser mais flexível em relação à gestão anterior, de Henrique Meirelles – ver, por exemplo, Ferrari Filho et al. (2014) e Modenesi et al. (2015).

Segundo a interpretação de Modenesi et al. (2015), a dita flexibilização, em parte, se deve ao gerenciamento menos rígido das mudanças no patamar da taxa básica de juros, em especial para baixo: sinal inequívoco desta maior flexibilidade teria sido a decisão de reduzir a taxa Selic em agosto de 2011, quando tanto a inflação corrente como as

---

<sup>21</sup> Anedoticamente, destacam-se as seguintes medidas propostas na Agenda Brasil: regulamentar a terceirização, flexibilizando o mercado de trabalho; revisão da legislação de licenciamento de investimentos na zona costeira, áreas naturais protegidas e cidades históricas, como forma de incentivar novos investimentos produtivos; revisão dos marcos jurídicos que regulam áreas indígenas, como forma de compatibilizá-las com as atividades produtivas; venda de ativos patrimoniais da União; e realizar cobranças no Sistema Único de Saúde conforme a renda.

expectativas (de mercado) de inflação futura apontavam para cima – algo inédito na história do regime de metas de inflação no Brasil. Porém, a flexibilização não se refere unicamente a este aspecto. Engloba também a incorporação de outros instrumentos e variáveis de política complementares, como, por exemplo, o uso de recolhimentos compulsórios e instrumentos macroprudenciais, ao gerenciamento cotidiano da política monetária, o que, no caso brasileiro, aponta para o objetivo do controle inflacionário.

Esta orientação parece ter mudado significativamente, entretanto, a linha divisória não é tão clara quanto no caso da política fiscal. Aparentemente, parte da reorientação se deu anteriormente ao novo governo. Porém, a reeleição da presidente Dilma e a formação na nova equipe econômica veio apenas ratificar as sinalizações do BCB em relação a uma política monetária mais rígida. De qualquer forma, podemos afirmar que, no quarto trimestre de 2014, o discurso oficial do BCB e principalmente em suas ações, conforme ilustram as decisões posteriores de política monetária, parecem resgatar os anos mais restritos da gestão monetária de Meirelles.

É interessante observar a postura do presidente Tombini em diversos discursos ao longo do tempo. Em 2012 o tom de alguns discursos buscava abarcar alguma crítica ao regime de metas de inflação, embora abertamente fosse sinalizada a “superioridade” deste regime como estratégia de condução da política monetária, e apontava a necessidade de que os bancos centrais utilizassem as diversas ferramentas à sua disposição. As falas do presidente na abertura do XIV Seminário de Metas para a Inflação, em maio de 2012, ilustram esta perspectiva:

“Uma questão central posta pela recente crise tem sido a complexa relação entre estabilidade de preços e estabilidade financeira. O sucesso no alcance da primeira não foi suficiente para garantir a observância da segunda. Tendo como pano de fundo essa constatação, como deve ser a condução das políticas monetária e prudencial? Dito de outra forma: como utilizar da melhor maneira os diversos instrumentos na caixa de ferramentas dos bancos centrais?” (BCB, 2012: 1).

“falarei sobre o regime de metas para a inflação no pós-crise. Os debates confirmam o meu entendimento que esse regime continua sendo o melhor arcabouço de política monetária. Contudo, isso não impede que os elementos que compõem o regime sejam aperfeiçoados com as lições aprendidas na crise”. (BCB, 2012: 1).

No período mais recente, os discursos parecem incorporar menos uma visão crítica e mais um retorno aos aspectos mais estritos da condução do regime de metas de inflação e à discussão da dinâmica de funcionamento do modelo, em especial quanto à condução das expectativas inflacionárias. Do ponto de vista crítico, por um lado, mantém-se a preocupação com o conhecimento de um arcabouço para operação de instrumentos macroprudenciais, agora circunscritos à questão da estabilidade financeira. Por outro lado, as críticas agora focam nas políticas monetárias não convencionais dos bancos centrais americano, europeu, inglês etc. Na fala de encerramento do XVII Seminário de Metas para a Inflação, realizado em maio de 2015, o foco é menos crítico sobre o regime de metas e mais em reiterar o compromisso – ou a vigilância – do BCB em relação à estabilidade de preços:

“Como tenho reiterado, cabe à política monetária o dever de conter os efeitos de segunda ordem decorrentes dos ajustes de preços relativos ora em curso. É fundamental para o sucesso do nosso processo de ajustes em 2015 e para as perspectivas de iniciar um novo ciclo de crescimento sustentável mais à frente, que esse cenário de convergência se materialize como resultado da vigilância da política monetária” (BCB, 2015: 9).

“Por isso e por tudo o que mencionei anteriormente, *faz-se necessário manter a política monetária vigilante*. Com essa postura consistente com o quadro de ajustes da nossa política macroeconômica, *conseguiremos assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% em dezembro de 2016*, cujos benefícios, uma vez feito, deverão se estender para além do próximo ano. *Essa*

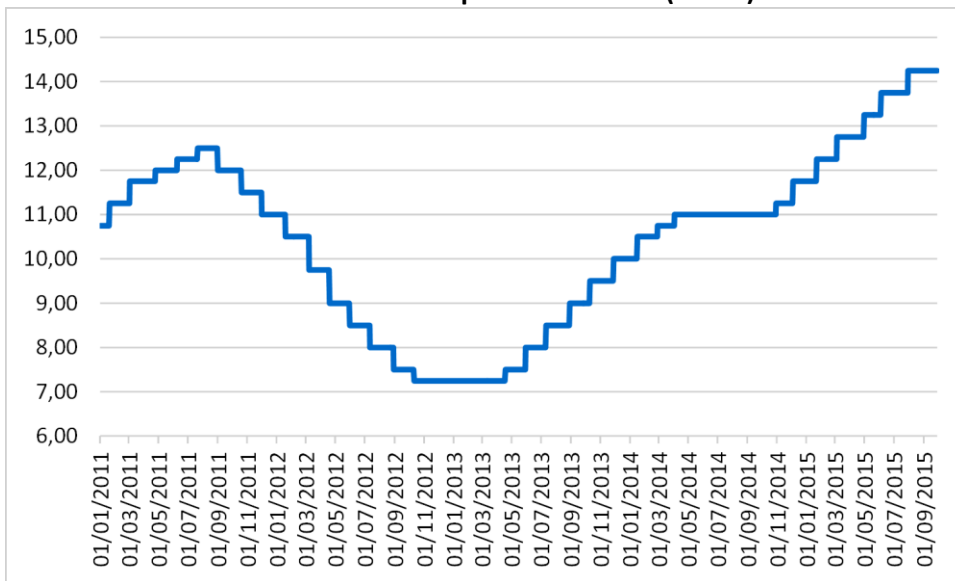
*é a tarefa para a qual fomos mandatados pela sociedade e é o objetivo que vamos cumprir com determinação e perseverança”* (BCB, 2015: 10; grifos meus).

Pode-se argumentar estes discursos não são necessariamente conectados. Com efeito, não necessariamente o são e uma análise da retórica do BCB ao longo do tempo transcende o escopo deste artigo. Mas a leitura das arguições de Tombini ao longo dos diferentes Seminários de Metas para Inflação, que são realizados anualmente, revelam efetivamente preocupações diferentes ao longo do tempo e trazem à tona a passagem de uma perspectiva crítica para um retorno ao núcleo das preocupações do regime de metas (BCB, 2012; 2013; 2014; 2015).

Coincidiu com o período pós-eleitoral a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de optar por aumentos sucessivos da meta para a taxa Selic, refletindo uma preocupação maior com a dinâmica inflacionária – independente do contexto de política fiscal contracionista. O Gráfico 8 plota a série da meta para a taxa Selic ao longo do tempo, ilustrando a elevação de 3,25 pontos percentuais da taxa entre outubro de 2014 e setembro de 2015. Em geral, os aumentos das taxas de juros no Brasil coincidem com períodos de elevação das taxas internacionais (Modenesi et al., 2013), mas, neste mesmo período, as taxas básicas americana, europeia e inglesa foram mantidas inalteradas (mantidas, respectivamente, em 0-0,25 % a.a. (*FED funds*), 0,05% a.a. (*main refinancing operations*) e 0,5% (*official bank rate*)).

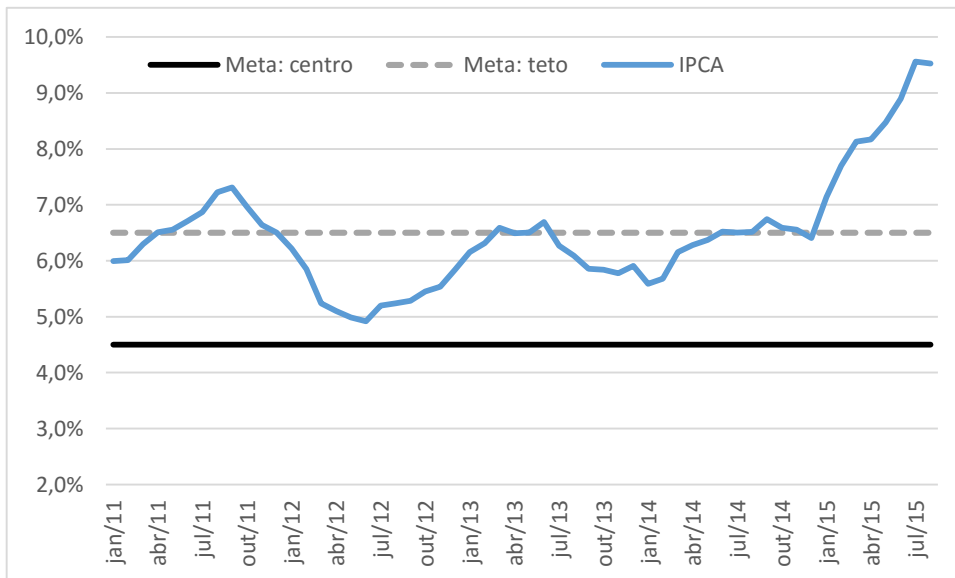
A estratégia de política adotada no final de 2014 parece partir do seguinte diagnóstico – ver Volpon (2015). O ponto de partida das decisões de elevação da taxa de juros corresponde a um período onde o indicador de inflação se encontrava próximo ao teto da meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional, de 6,5% (Gráfico 9). 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).

**Gráfico 8: Taxa de Juros**  
**Meta para a taxa Selic (% a.a.)**



Fonte: BCB.

**Gráfico 9: Inflação**  
**Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA): variação acumulada nos últimos 12 meses (%)**



Fonte: IBGE (Ipeadata).

Neste contexto, o BCB optou por fixar um prazo para a ancoragem das expectativas em relação ao centro da meta, notadamente, como comunicado pela autarquia, o final de 2016. A fixação desta data teria como função constranger a ação do BCB e auxiliar no processo de realinhamento dos preços relativos. Ao invés de focar na inflação corrente em si, caberia ao BCB focar estritamente na “correção” das expectativas, tendo elas como meta última do processo de “ajuste” monetário. É neste sentido que a decisão do CMN de manter a meta de inflação para 2017 em 4,5%, porém reduzir o intervalo típico de tolerância de 2,0 pontos percentuais para 1,5 p.p. se insere (conforme a Resolução nº 4.345, de junho de 2014).

Nesta nova abordagem, as decisões de taxa de juros deveriam se guiar pela reancoragem das expectativas a médio prazo, porém só haveria espaço para reduções na taxa de juros quando houvesse aderência da inflação corrente ao intervalo da meta novamente<sup>22</sup>. Isto, na realidade, introduziria certo grau de assimetria, mantendo uma rigidez para baixo da taxa básica de juros (Volpon, 2015). A vigilância ou perseverança a que o BCB se referiu tantas vezes nos últimos meses parece dizer respeito a este tratamento assimétrico e à austeridade monetária a ele associado (Borça Jr. et al, 2015).

A percepção de mudança na gestão da política monetária para os moldes anteriores é clara. Mesmo uma leitura crítica, de cunho ortodoxo, sobre a atuação do BCB no período anterior ressalta esta mudança de orientação. Conforme aponta Mendonça de Barros:

“O Banco Central foi reconhecidamente leniente com a inflação por três anos consecutivos e de repente encasquetou – e a palavra é essa mesmo – que *as estimativas para o IPCA têm que convergir para a meta de 4,5% no fim de 2016*. A mensagem do BC é que não vai parar de aumentar os juros enquanto isso não acontecer.” (Folha de São Paulo, 2015).

---

<sup>22</sup> É interessante notar que esta questão das expectativas foi um dos focos do discurso de Tombini de maio de 2015 que mencionamos anteriormente: “países emergentes, numa fase diferente do ciclo de ajustes e de recuperação, como é o caso do Brasil, precisam dedicar atenção especial para a formação de expectativas de inflação, sua relação com algumas características como inércia e indexação, e sua importância para a política monetária” (BCB, 2015: 3).

Uma avaliação preliminar deste novo direcionamento da política monetária foi fornecida no discurso do presidente Tombini na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, em setembro de 2015:

*“O comportamento de indicadores de expectativas de médio e longo prazo mostra que a estratégia de política monetária está na direção correta. No início do ano, as medianas das expectativas para a inflação no período de 2017 a 2019 encontravam-se muito acima do nível de 4,5% ao ano. Atualmente, verifica-se convergência das expectativas para esse patamar em todo esse intervalo. Para 2016, a mediana das expectativas recuou nesse período, a despeito do crescimento significativo da inflação observada e das expectativas para 2015”.*

Contudo, como bem ilustrado pelo comportamento inflacionário nos prazos mais curtos, os resultados efetivos desta nova política podem acabar sendo diversos. Como apontam vários autores, a dinâmica da inflação no Brasil – bem como genericamente – é essencialmente determinada pelo comportamento dos custos e por outros fatores alheios ao comportamento da demanda agregada (Bastos et al., 2014; Summa, 2014a; 2014b; Summa e Braga, 2014; Santos et al., 2014; Bhering et al., 2015; Montani Martins et al., 2015). A inflação futura continuará dependendo do comportamento dos salários e da taxa de câmbio<sup>23</sup>, muito embora os preços de energia e combustíveis, que oneraram a inflação corrente após a reversão das desonerações, possam crescer a taxas mais baixas no futuro.

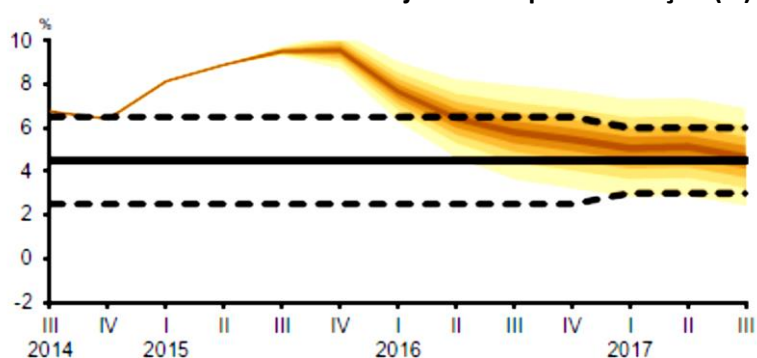
É necessário analisar o papel da taxa de juros neste cenário de dinâmica inflacionária. A rigidez e a assimetria mencionadas anteriormente podem ser encaradas como medidas “necessárias” à dita travessia, porém, na realidade, podem não ter efeitos tão relevantes na determinação da inflação corrente e, conseqüentemente, sobre as expectativas de inflação. Há que se destacar que as expectativas de inflação futura analisadas no Relatório Trimestral de Inflação do BCB indicam que existe, de fato, uma convergência das expectativas na direção da meta em 2016 e 2017, porém a probabilidade de que este

---

<sup>23</sup> Em especial, em relação ao câmbio, há evidências de assimetrias no repasse cambial à inflação, com efeitos significativamente mais fortes no caso de desvalorizações (Pimentel et al., 2015).

indicador siga efetivamente esta trajetória é pequena – há somente 10% de probabilidade que a inflação acumulada em 12 meses fique entre 4,5% e 4,8% no terceiro trimestre de 2017, considerando as expectativas de mercado para as taxas de câmbio e juros. Ainda que se abra um leque de probabilidades e intervalos, conforme o Gráfico 10, uma mudança de rota pode ocorrer caso as condições correntes da economia se alterem.

**Gráfico 10: Expectativas de Inflação**  
**Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para taxas de câmbio e de juros – Leque de inflação (%)**



Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Fonte: BCB, Relatório Trimestral de Inflação de setembro de 2015, p. 84.

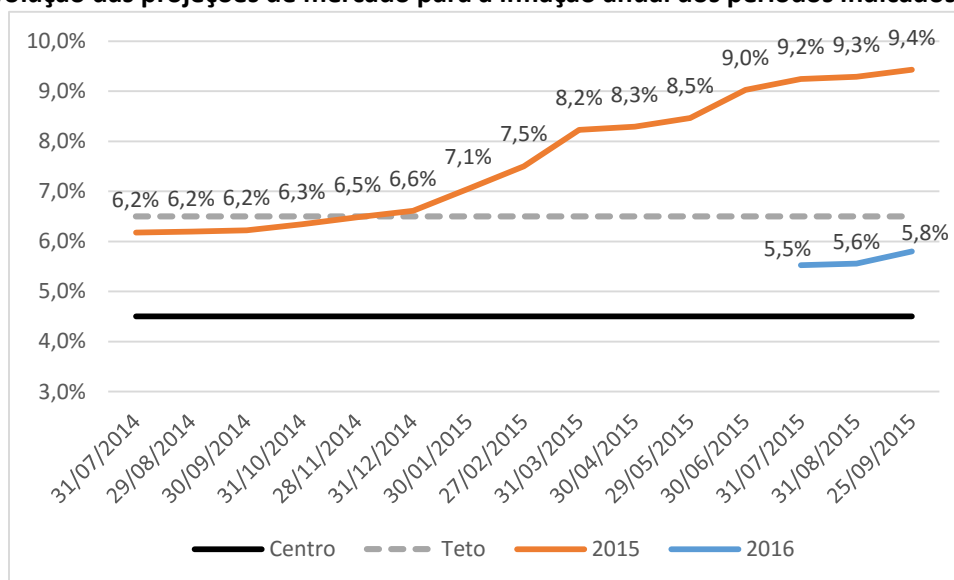
Ilustração desta possibilidade é o fato de que as projeções de mercado para a inflação vêm subindo sistematicamente em todos os cenários. À guisa de comparação, no Relatório publicado em junho, previa-se para os dois primeiros trimestres de 2017 inflações acumuladas de 5,0% e 4,8%, respectivamente. No Relatório de setembro estes números subiram, respectivamente, para 5,1% e 5,1%. Adicionalmente, quando olhamos para a evolução das expectativas do Boletim Focus, neste caso, limitadas aos anos de 2015 e 2016, vemos claramente que, embora dentro da meta, a expectativa para a inflação de 2016 vem subindo (Gráfico 11). Ou seja, a despeito da forte elevação das taxas de juros dos últimos meses e da decisão do CMN para 2017, as expectativas de inflação continuaram se expandindo.

A elevação das taxas de juros e sua rigidez à baixa, entretanto, não são neutras em relação ao comportamento da economia e ao ajuste fiscal. Mendonça de Barros destaca que: “forçar a mão nos juros é destruir a demanda, o que vai quebrar muita gente. E, se isso



acontece, a arrecadação diminui e atrapalha o ajuste fiscal” (Folha de São Paulo, 2015). Portanto, há também que se investigar como esta nova orientação da política monetária “contribui” ou “atrapalha” o ajuste fiscal em curso e qual sua influência sobre a dinâmica da dívida pública – certamente negativa devido à elevação da taxa básica de juros.

**Gráfico 11: Expectativas de Inflação**  
Evolução das projeções de mercado para a inflação anual dos períodos indicados (%)



Fonte: Elaboração própria a partir do Boletim Focus, do BCB.

### 4.3 Política Financeira

A terceira perna de reorientação de política se situa sobre a política financeira implementada pelo *novo* governo. Em determinado momento do primeiro governo Dilma era explícita a orientação para expandir o papel dos bancos públicos e de desenvolvimento no mercado de crédito, tanto pela via da ampliação do crédito, quanto da redução do custo dos empréstimos (redução do *spread* bancário), e no mercado de capitais, especialmente através do BNDES. Houve uma reversão explícita destas políticas, com a nova orientação apontando na contramão das medidas anteriores.

O Ministro do Planejamento, Nelson Barbosa, já havia indicado em trabalhos acadêmicos que uma forma de contribuir para um possível ajuste fiscal consistia na possibilidade de “reduzir o custo de carregamento dos créditos da União junto aos bancos públicos”, o que

ajudaria a diminuir o ritmo de crescimento da dívida pública. A solução passaria por duas iniciativas complementares, conforme apontado em Barbosa (2015b: 422): “reduzir o volume de novos empréstimos aos bancos públicos [...] e aumentar gradualmente a TJLP, para reduzir a diferença entre as taxas de captação e aplicação dos recursos públicos utilizados no crédito direcionado, sobretudo via BNDES”.

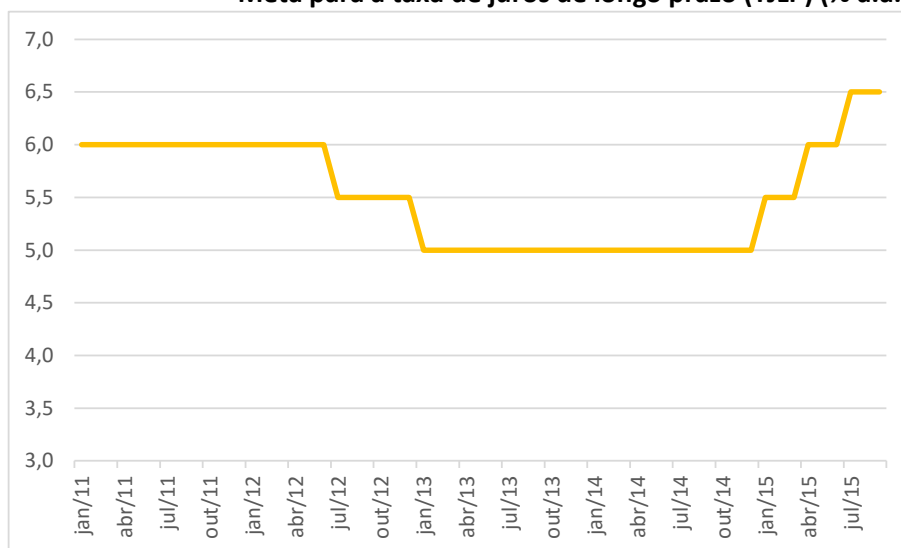
Ambas as medidas foram implementadas. Reduziu-se os repasses do Tesouro aos bancos públicos e de desenvolvimento e promoveu-se uma elevação dos custos de captação destes bancos, em especial do BNDES. A taxa de juros de longo prazo (TJLP) foi aumentada em três ocasiões, saindo de 5,0% a.a. em dezembro de 2014 para 6,5% a.a. a partir de julho de 2015 (Gráfico 12).

Ainda no que diz respeito ao BNDES, desenhou-se uma nova política operacional para 2015, que elevou as taxas e reduziu os prazos máximos de diversas linhas de crédito do banco, inclusive aquelas associadas ao Programa de Sustentação do Investimento. Também se limitou a participação do BNDES nos financiamentos, restringindo a participação do banco conforme o grau de prioridade do projeto – por exemplo, nos projetos considerados prioritários, a participação do BNDES foi limitada a 70% do valor do projeto; 50% em projetos de prioridade intermediária; e 30% em projetos de baixa prioridade<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> Também se alterou a política de concessão de crédito habitacional da Caixa Econômica Federal, com elevação das taxas de juros de diversas linhas em janeiro, abril e setembro, particularmente daquelas vinculadas ao Sistema Financeiro de Habitação, como resposta à elevação do custo de captação, e com a redução dos valores percentuais financiáveis de cada imóvel.

**Gráfico 12: Custo de Captação do Sistema BNDES  
Meta para a taxa de juros de longo prazo (TJLP) (% a.a.)**



Fonte: BCB.

É interessante notar que estas mudanças não guardam qualquer relação com a evolução da inadimplência dos devedores do banco. A taxa de inadimplência para com o Sistema BNDES atingiu em 2013 seu mínimo histórico, o percentual de 0,01%, que foi mantido em 2014 (para fins de comparação, em dezembro de 2012, esta taxa estava em 0,06%). Logo, a decisão de elevar as taxas de juros se deram numa decisão exclusiva de elevar o custo do passivo do banco, a despeito dos bons resultados obtidos nos últimos anos.

Adiciona-se à nova política operacional e aos novos patamares de custo de captação uma clara orientação para a retração dos desembolsos do BNDES em 2015. A retração deste indicador pode ser observada no Gráfico 13. Entre dezembro de 2014, quando ainda vigorava a política financeira anterior, e junho de 2015, já com a nova política em vigor, os desembolsos acumulados em 12 meses se reduziram R\$ 15,3 bilhões.

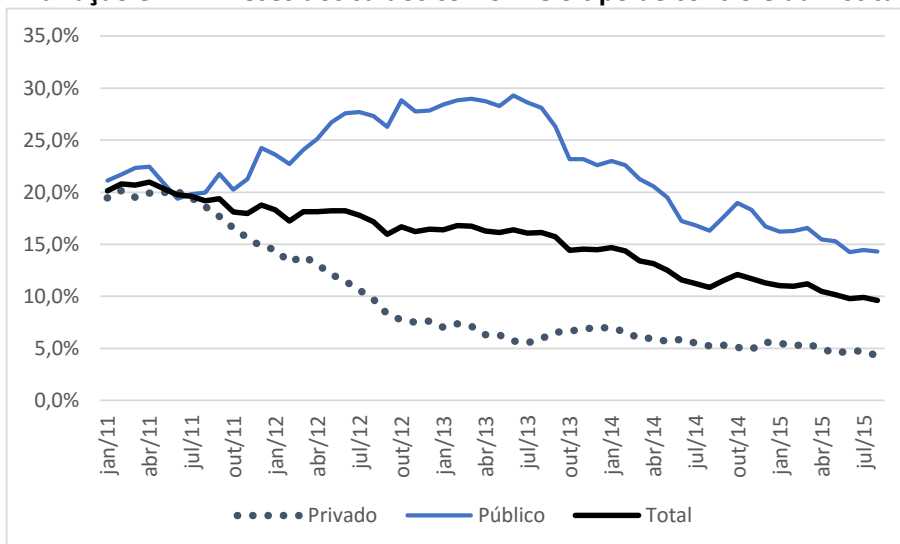
Muito embora enfoquemos naturalmente o BNDES, todos os bancos públicos passaram por algum tipo de revisão na orientação de suas políticas, tornando-as menos expansionistas. A redução do crescimento dos saldos de crédito das instituições financeiras com controle público mostrada no Gráfico 14 indica que o papel desempenhado no período 2012-3 por estas instituições, o que levou os bancos públicos a ultrapassar os privados na participação no mercado de crédito, ficou circunscrito àquele período.

**Gráfico 13: Desembolsos do Sistema BNDES**  
Desembolsos mensais acumulados em 12 meses (R\$ milhões)



Fonte: BNDES.

**Gráfico 14: Saldos das Operações de Crédito**  
Variação em 12 meses dos saldos conforme o tipo de controle da instituição financeira (%)



Fonte: BCB.

Em relação ao mercado de capitais, algumas ações foram anunciadas com o objetivo de estimular as emissões de renda fixa, em detrimento da utilização dos bancos públicos e de desenvolvimento. Tanto que as medidas envolvem a participação do BNDES a partir

de duas frentes. A primeira envolve o barateamento do crédito junto ao banco *somente* para empresas, de grande porte, que realizem emissões de debêntures vinculadas a projetos de investimento. E a segunda diz respeito à:

“criação de um mecanismo para ampliar as garantias para os investidores que comprarem debêntures atreladas a projetos de investimento. Em caso de atraso no pagamento de juros pelo emissor, o compromisso será honrado pelo BNDES diretamente ao investidor, pelo prazo máximo de até dois anos”  
(Anbima, 2015a: 1).

Ainda que os resultados destas novas medidas de estímulo estejam sujeitos a influência de outros fatores, principalmente, macroeconômicos, faz parte do discurso oficial promover a redução dos níveis de participação do BNDES no financiamento de longo prazo, abrindo espaço para que recursos privados ampliem sua participação neste segmento. Deve-se buscar desenvolver o mercado de capitais e isso não seria parte de um receituário neoliberal se não ocorresse em detrimento do papel dos bancos públicos no acesso aos recursos pelas empresas em termos e condições favoráveis.

Assim sendo, por um lado, a reorientação da política financeira descrita nesta seção visa a médio prazo limitar a participação dos bancos públicos no mercado de crédito, com particular foco no BNDES. Por outro lado, busca desincentivar o uso do crédito, de forma que o mercado de capitais seja a via para a ampliação da participação dos recursos privados no financiamento das empresas, em especial, o de longo prazo. É neste sentido que podemos afirmar que a nova reorientação das políticas preza por mercados de crédito e de capitais mais “livres” ou liberalizados no Brasil.

O sucesso destas políticas, contudo, depende que o mercado privado de crédito e de capitais consiga ser funcional às necessidades das empresas brasileiras em relação aos montantes, prazos e custos dos recursos. As condições macroeconômicas engendradas pelas políticas fiscal e monetária restritivas, por sua vez, não parecem auxiliar para a consolidação da via privada como fonte de financiamento. Isto porque as condições gerais de fragilidade financeira dos tomadores aumentam neste cenário, bem como a incerteza

relativa à concessão de novos recursos por parte dos ofertantes de recursos acaba por limitar o espectro de operações viáveis.

Assim, mais que expandir o papel das instituições privadas, podemos caracterizar a política financeira do *novo* governo como uma estratégia deliberada de contração da influência de instituições públicas nos mercados financeiro e de capitais.

#### **4.4 A “nova” travessia**

Resgatemos a interpretação mais ortodoxa sobre o que se passou ao longo do primeiro governo Dilma. Os resultados ruins em termos de crescimento, expansão do investimento e inflação indicavam que seria imperativo promover um sério ajuste fiscal, retomar uma gestão monetária mais rígida e eliminar os excessos do governo em sua “síndrome” intervencionista. Para qualquer governo, em curso ou recém-eleito, a implementação de um programa de ajuste nessas linhas traz consigo um risco relevante de queda da popularidade. Isto ocorre porque o referido ajuste envolve, necessariamente, a redução do crescimento (pelo menos) no curto prazo, com possíveis impactos negativos sobre o emprego e sobre a renda das famílias.

No caso das políticas levadas a cabo pela equipe econômica do *novo* governo do PT, adiciona-se a investida contra direitos relevantes dos trabalhadores, quais sejam o seguro desemprego e a regulação das pensões, e a desaceleração, ou mesmo redução, e o encarecimento do crédito habitacional e dos empréstimos destinados à atividade econômica e financiamento do investimento.

A retórica por traz da condução deste programa de ajustamento remeteu diversas vezes ao chamado *mito da travessia* para validar a implementação desta estratégia junto à sociedade. A presidente Dilma destacou em mais de uma oportunidade que: “Sem dúvida, nós estamos em um ano de *travessia*, também estamos em um ano de novas possibilidades. Estamos atualizando as bases da nossa economia, e nós iremos voltar a crescer dentro do nosso potencial” (Portal Planalto, 2015).

O ministro Levy, por sua vez, indicou que: “Estamos experimentando, este ano, a correção de determinadas coisas e também um ajuste de rota em vista de mudanças no mundo. *Os desafios dessa travessia, em boa parte, eram previsíveis e inevitáveis*” (A

Gazeta, 2015). Em consonância com os discursos anteriores, o ministro Barbosa (2015a) apontou que: “*Ajustes nunca são um fim em si mesmos. Ajustes são medidas necessárias para a recuperação do crescimento da economia, que por sua vez é condição indispensável para continuar nosso projeto de desenvolvimento econômico*”.

Pelo menos três elementos estão embutidos nestas diferentes falas. Primeiramente, que há uma consonância quanto à interpretação sobre a situação na qual *a economia brasileira* se encontra: ela *passa por dificuldades*, certamente, *porém devemos olhar à frente*; reserva-se um futuro “melhor”. Segundo, parece que há intenção em destacar que *as políticas adotadas e seus efeitos são de caráter temporário*. Tão logo não sejam mais necessárias, dá-se a entender que as políticas em curso serão abandonadas. Por fim, remete-se à *inevitabilidade do ajuste* implementado ou indispensabilidade do mesmo para que o governo possa continuar seu “projeto de desenvolvimento”.

Como já adiantamos na introdução, não é primeira vez que podemos associar a utilização do mito da travessia, associado às mitologias e religiões, à implementação de políticas ou reformas neoliberais no Brasil. Erber (1996) já havia apontado que àquela época diversos atores importantes no governo vigente, como Gustavo Franco, Mendonça de Barros e Goldstein, em documentos e pronunciamentos recorriam à retórica similar. Devíamos enfrentar uma provação que, se superada, nos levaria à terra prometida, ou, como descrevemos na introdução, seria necessário enfrentar as intempéries, porém, finda a travessia brasileira, a Ítaca do crescimento econômico seria alcançada.

Neste contexto, cabe questionar os três elementos mencionados. Isto é: se o ajuste implementado era mesmo inevitável; se as políticas adotadas terão caráter efetivamente temporário; se os problemas contemporâneos não são tão relevantes quanto os futuros.

O ministro Levy havia mencionado em seu discurso de posse que estávamos tendo a maturidade de fazer correções bem antes que uma crise econômica se instalasse. As ditas “correções” foram implementadas em diversas frentes – fiscal, monetária e financeira –, contudo, muito embora seja cedo para avaliar plenamente o sucesso ou fracasso das mesmas, é inegável que entramos num período de crise econômica. Pode-se questionar aqui se esta crise era inevitável ou não, ou se ela foi gerada pelas políticas adotadas.

Não nos parece que as políticas adotadas pela *nova* equipe econômica, em especial, a política fiscal, tenham sido as causas únicas da situação econômica atual – podemos ver

nos Gráficos 6, 9 e 14, respectivamente, que o crescimento econômico já vinha atingindo valores negativos, que a inflação iniciava uma trajetória de aceleração e que a expansão do crédito vinha ocorrendo a um ritmo mais lento. Mas, certamente, as medidas implantadas no segundo governo Dilma não contribuíram nem um pouco para que a trajetória recessiva, a expansão inflacionária e o esmorecimento do crédito fossem revertidos<sup>25</sup>.

Se isso é verdade, como então afirmar que a adoção destas políticas era efetivamente inevitável e que elas são necessárias à retomada do crescimento se não parecessem auxiliá-lo? Não havia outras possibilidades à mesa? Cabe, portanto, questionar se o programa de ajuste pode alcançar o resultado esperado pela equipe do governo. Assim como cabe situar que o programa de ajuste adotado não foi *inevitável*. Ele foi, sim, uma decisão deliberada do governo Dilma. Uma decisão tomada num contexto econômico e político específico associado à reeleição da presidenta e que abre espaço para uma questão importante: o que justificou a brusca mudança em direção ao neoliberalismo na ocasião?

O segundo ponto de questionamento é: quão efetivamente efêmeras serão as medidas adotadas? Na realidade, o que parece é que, pelo menos do ponto de vista fiscal, o ajuste aprofunda a recessão e a recessão piora os resultados das contas públicas, o que sugere a necessidade de um novo ajuste, ou ofensiva fiscal, como chamamos acima, e, assim, se conduz a economia a uma espiral recessiva, agravada pelas políticas monetária e financeira “contracionistas”. Podemos vislumbrar um ponto de reversão desta situação? Do ponto de vista da demanda agregada, parece pouco provável que a economia consiga reverter a situação sem que haja a influência de algum fator exógeno. Pelo lado da inflação, a recessão pode perdurar por tempo suficiente para promover reduções salariais capazes de influenciar para baixo a evolução dos preços e, dado o regime de metas de inflação, isso pode abrir espaço para redução nas taxas de juros. Contudo, a queda das taxas de juros não é condição suficiente, tampouco necessária, para restaurar a demanda agregada. Esta depende de forma mais substancial dos planos autônomos de gasto dos agentes públicos e privados.

---

<sup>25</sup> É interessante notar que nem todas as medidas de austeridade fiscal adotadas foram gestadas pela nova equipe econômica, mas sim pela anterior. O mesmo vale para as políticas monetária e creditícia.



No decurso destes processos não está claro se podemos dizer que todas as políticas serão efêmeras, porém, uma vez que constituem objeto de uma negociação junto à sociedade e respondem a influências políticas, as medidas podem sim ser revertidas. Não no sentido estritamente econômico como no último parágrafo, porém por resultado de mudanças nas demandas sociais ou do contexto político vigente. Isso abre uma ponte para a apreciação dos problemas contemporâneos face às decisões de política econômica.

Em última instância, contudo, os dois questionamentos podem ser consubstanciados na análise de como as políticas de ajustamento adotadas, em especial, a austeridade fiscal, poderão redefinir o espaço de atuação do Estado brasileiro, bem como o projeto de desenvolvimento do país.

## 5 A política econômica no contexto político

A decisão a favor da implementação de um programa de ajuste econômico da monta do realizado não pode ser entendida sem considerar o contexto político no qual foi consolidado o novo direcionamento das políticas econômicas, em especial, a opção pela austeridade fiscal.

É importante, primeiramente, situar o Brasil no contexto mundial. A opção pela austeridade não foi uma exclusividade do governo brasileiro, que, inclusive, demorou a adotar tal postura perante o que vinha sendo feito pelos seus pares internacionais. As principais economias do mundo, após vivenciarem um período onde políticas anticíclicas foram implantadas, passaram pela reversão da orientação da política fiscal rumo à austeridade. Como aponta Calcagno (2012: 25), os líderes do G20 apontavam já em 2010 a “necessidade” de promover uma consolidação fiscal e faziam um chamado à austeridade que persistiu nos anos seguintes (ver, por exemplo, G20 (2013)).

À esta época, o Brasil realizava uma experiência de política anticíclica aparentemente bem-sucedida e logo depois sinalizava a implementação do que convencionamos chamar nova matriz econômica. Podemos argumentar, neste momento, em linha com Ferrari-Filho et al. (2014) e Modenesi et al. (2015), que estas experiências foram temporárias; foram mudanças que mantiveram o estado das coisas inalterado – uma vez que não lograram sucesso, num segundo momento, em romper com o arcabouço anterior.

Aos primeiros sinais de “fracasso”, por assim dizer, da nova matriz, medidos através da desaceleração econômica e do desempenho ruim dos investimentos e da consequente deterioração das receitas fiscais, o receituário de austeridade começou a ganhar força. Isto se deveu, em parte, a pressões externas, consubstanciadas no discurso do Fundo Monetário Internacional (FMI). Em 2014, o FMI chegou a colocar o Brasil na lista das economias emergentes mais vulneráveis (Valor Econômico, 2014a), ao passo que em 2013 recebia bem a notícia da recondução da política monetária no Brasil e iniciou pressão por uma consolidação fiscal:

“[IMF] Directors welcomed the initiation of a monetary tightening cycle, and agreed that monetary policy should remain geared at containing inflationary

pressures and anchoring inflation expectations. They underscored *the need for a steady, measured pace of fiscal consolidation*, anchored on Brazil's long-standing primary surplus target" (FMI, 2013; grifos meus).

Outra fonte de pressão externa vinha das grandes agências internacionais de classificação de risco, que, em 2014, começaram a apontar a possibilidade de diminuição do *rating* atribuído à economia brasileira, o que, eventualmente, levaria à saída do país do patamar chamado de grau de investimento. Como, muitas vezes, grandes investidores institucionais internacionais exigem, estatutariamente, que os ativos nos quais investem sejam classificados nesta faixa de *rating*, o rebaixamento do *rating* brasileiro poderia acabar impactando os fluxos de capitais para o país.

As grandes pressões no sentido da austeridade, entretanto, foram internas, advindas principalmente do setor financeiro (Itaú, 2014; Valor Econômico, 2014b; 2014c; 2014d<sup>26</sup>) e dos setores mais conservadores da mídia (O Globo, 2014; Folha de São Paulo, 2014a; Valor Econômico, 2014e). A indústria, neste cenário, adotou postura menos restritiva em relação à política fiscal em si (CNI, 2014a), porém advogava reformas estruturais na previdência e nas relações de trabalho no sentido da redução da proteção social e flexibilização das relações de trabalho (CNI, 2014b; 2014c; 2014d).

A transformação das pressões em programa de governo, entretanto, só se consolida a partir do resultado das eleições. Após uma disputa inflamada nos debates e na propaganda eleitoral, a presidente Dilma foi reeleita por uma margem estreita de votos, representando a coligação de PT, PMDB, PDT, PCdoB, PP, PR, PSD, PROS e PRB<sup>27</sup>. O tom inflamado da disputa eleitoral, entretanto é insuficiente para entender a nova orientação de política. Como aponta Zaluth Bastos (2015a: 72):

“a retórica contra os banqueiros na campanha presidencial apenas aprofundou o desconforto mútuo gerado pela politização da redução da taxa básica de juros

---

<sup>26</sup> Correspondem a entrevistas com representantes do mercado financeiro.

<sup>27</sup> Em 2010, a coligação que foi vitoriosa englobava PT, PMDB, PDT, PCdoB, PSB, PR, PRB, PSC, PTC e PTN. Apenas para fins de curiosidade, o PSB lançou candidatura própria em 2014 (Eduardo Campos e Marina Silva), assim como o PSC, e PTN e PTC passaram a integrar a coligação de Aécio Neves, do PSDB.

e, principalmente, o uso dos bancos públicos para forçar a redução dos spreads dos bancos comerciais em 2012. Alguma reaproximação era esperada, uma vez que o governo Dilma pretende ampliar concessões de serviços públicos. *Depois da eleição, contudo, era de se esperar que os próprios empresários mais opositoristas recolhessem os cavalos de guerra em busca de uma reconciliação, sem que exigissem a implementação do programa macroeconômico da oposição derrotada*”.

Entretanto, como vimos, não foi isso que ocorreu. O que sinaliza que outros fatores, para além da pura pressão do setor financeiro e de alas mais conservadoras da sociedade, podem estar por trás da opção do *novo* governo. As próprias eleições podem ser um primeiro passo para entender a reorientação: no legislativo, a mesma base governista obteve maioria no Congresso, porém, como aponta publicação do DIAP (2014: 16), o resultado do pleito revelou um Congresso que pode ser considerado “o mais conservador desde a redemocratização do país em 1985”. Segundo a avaliação do Departamento: “O Congresso eleito em 2014 [...] é pulverizado partidariamente, liberal economicamente, conservador socialmente, atrasado do ponto de vista dos direitos humanos e temerário em questões ambientais” (DIAP, 2014: 13).

A possibilidade de levar a cabo uma pauta de caráter mais progressista num Congresso conservador dependeria diretamente da capacidade de comando do PT sobre os partidos da coligação governista, ainda que os parlamentares destes partidos tivessem orientação conservadora. Entretanto, esta capacidade estava prejudicada por dois elementos centrais. Primeiro, a maior pulverização dificulta a distribuição de cargos e nomeações entre os partidos de modo a acomodar as demandas políticas de modo satisfatório. Segundo, o avançar da Operação Lava Jato sobre parlamentares relevantes da base governista no Congresso (PT, PP e PMDB)<sup>28</sup> abriu um flanco de conflito entre o executivo e sua base parlamentar, o que ficou claro no caso das denúncias sobre envolvimento do presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha (PMDB), e suas ações subsequentes (Folha de São Paulo, 2014b; Singer, 2015). Não devemos subestimar estes efeitos: não é só que

---

<sup>28</sup> Além de PSDB, SD e PTB.

o executivo não barrou o avanço da operação – o que não deveria ter feito –, mas cessaram os pagamentos do esquema, com efeitos práticos sobre a governabilidade, o que pragmaticamente devemos reconhecer que ocorreu – não sem repúdio e indignação.

A opção por adotar um programa de ajuste pode ser explicada, assim, em função da antecipação de um cenário político nebuloso para o *novo* governo diante de um Congresso eminentemente conservador e fragmentado e, apenas parcialmente, devido a pressões externas associadas à redução do *rating* brasileiro que desencorajassem os fluxos de capitais para o país. A conciliação política haveria que se dar por bases econômicas e o ajuste pode ser interpretado como a tentativa de conciliar os interesses das elites em meio a este cenário de dificuldades políticas.

Adicionalmente, contribuiria para ampliar as dificuldades políticas a polarização da sociedade brasileira perante o resultado do pleito presidencial e das primeiras sinalizações do *novo* governo. Quanto à primeira cisão, podemos associá-la diretamente à ferocidade da campanha eleitoral, o que levou Safatle (2014b) a afirmar que “o povo brasileiro não existe”. Explica-se:

“Fechadas as urnas e proclamado o resultado das últimas eleições, as primeiras palavras foram em direção à reconstrução da união nacional. [...] Desde as manifestações de 2013 o discurso da união nacional havia entrado em colapso. Quando massas foram às ruas, descobrimos que alguns gritavam pelo fim da PM enquanto outros queriam a expulsão de médicos cubanos do país. [...] talvez lá havíamos simplesmente descoberto que *não haveria mais união*, nem mesmo o silêncio complacente de sempre. Placas tectônicas se moveram” (Safatle, 2014b).

Qual a relevância deste aspecto? A percepção popular acerca da aprovação ou reprovação da presidente e do governo, de modo geral, é uma condição necessária à governabilidade. Naturalmente, os eleitores do PSDB ressentidos pela campanha e pelo resultado desfavorável do pleito não constituiriam uma base de apoio ou aprovação popular ao novo governo. Por outro lado, os eleitores de “esquerda”, que confiaram no tom mais aguçado

da campanha de Dilma, começaram a enxergar nas ações do governo recém-eleito indicações contrárias às suas esperanças. O PT chegou a ser acusado de “estelionato eleitoral” (Zaluth Bastos, 2015b). Em meio a esse contexto, a presidente perdeu parte significativa do seu prestígio popular, conforme ilustra o Gráfico 15, o que dificulta ainda mais o comando do PT sobre os partidos da coligação governista<sup>29</sup>.

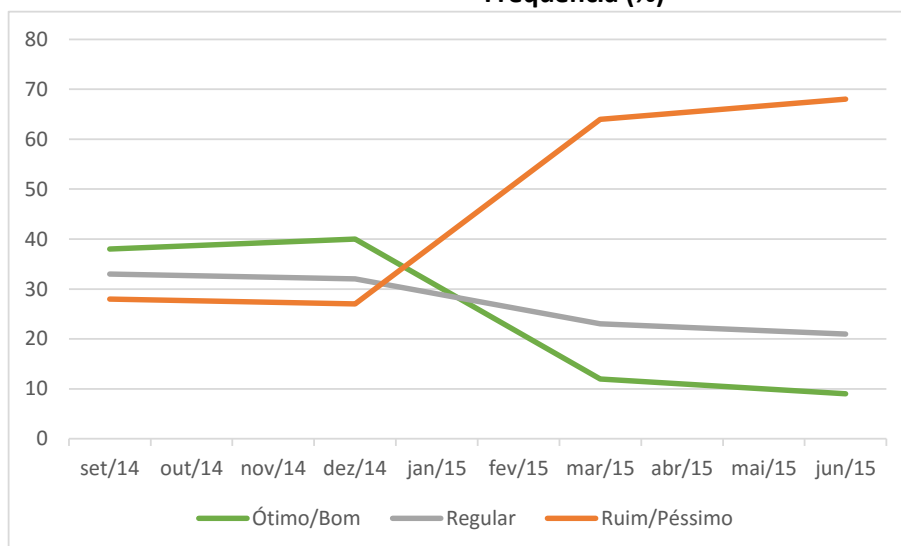
A re-reconfiguração da política econômica estabeleceu uma nova divisão de forças. A indústria nacional seria favorecida por uma taxa de câmbio menos apreciada e pelo avanço da pauta de flexibilização das relações trabalhistas, com a redução do custo dos salários. Estas seriam as medidas compensatórias perante a “inevitável” retirada das desonerações e dos subsídios e a ambiguidade embutida no aumento dos juros (custo e fonte de receita, simultaneamente). O setor financeiro privado voltaria a ser favorecido pela elevação das taxas de juros e pela contração da participação de bancos públicos e de desenvolvimento nos mercados de crédito e capitais nacionais. O acordo com as elites, haja vista sua representatividade no Congresso, e em meio ao contexto político desfavorável, envolveria estes aspectos<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Argumento similar é desenvolvido por Sallum Jr. (2003) em sua análise do segundo governo FHC. No segundo governo Dilma, a baixa popularidade afeta negativamente a governabilidade, que passa a ser definida a partir de outras vias, em especial, a indicação de pessoas da base governista a cargos relevantes e a ministérios. As diversas trocas de ministros desde o início do governo e a mais recente reforma ministerial implementada ilustram como este processo ocorre. Sem popularidade, prevalece então uma dificuldade na alocação de uma base governista fragmentada num número limitado de vagas e a consequente dificuldade de levar a frente a pauta do PT no Congresso.

<sup>30</sup> Há que se considerar efeitos ambíguos sobre o agronegócio, senão positivos. Por um lado, são favorecidos pela redução dos custos trabalhistas e pelo avanço de pautas como a flexibilização da demarcação de terras indígenas no Congresso. De forma ambígua, a taxa de câmbio mais desvalorizada favorece as exportações, mas encarece as importações – o feito líquido depende do perfil de cada negócio. Por outro lado, a elevação dos juros e a limitação de subsídios e desonerações os desfavorece.

**Gráfico 15: Popularidade do Governo Dilma**  
Frequência (%)



Fonte: CNI-Ibope.

Na outra ponta, quanto aos trabalhadores, o ajuste ocorre às suas expensas. Dificultou-se a obtenção de benefícios associados à proteção dos trabalhadores, sinalizou-se uma flexibilização das relações de trabalho através da terceirização, criou-se condições para elevação do desemprego e redução dos salários e a desvalorização cambial corrói o poder de compra efetivo dos salários. Com uma representação política mais fragmentada que os setores mencionados no parágrafo anterior, a classe trabalhadora se tornou, politicamente, candidata natural a arcar com os principais custos do ajuste.

Entretanto, esta saída se choca com a elevação do poder de barganha dos trabalhadores testemunhada no período anterior, como mostrado por Summa e Serrano (2015). Em outras palavras, ela busca justamente desconstruir a elevação deste poder barganha a partir da redução do emprego e dos salários e de reformas liberalizantes no mercado de trabalho, que, se ainda não definidas, estão em discussão no Congresso e no Executivo (e.g., regulamentação da terceirização).

Deste ponto vista, podemos afirmar que, primeiramente, as medidas adotadas não eram inevitáveis, nem correspondiam à única via possível, porém foram adotadas deliberadamente pelo *novo* governo do PT como forma de responder a pressões políticas externas e, principalmente, internas.

Em segundo lugar, elas não parecem constituir políticas meramente transitórias, porém sinalizam uma continuidade pelos próximos anos, uma vez que o imbróglio político provavelmente não dará sinais de arrefecimento até as próximas eleições – ou o que quer que aconteça neste ínterim – e os resultados econômicos em termos de crescimento não se verificarão.

Em terceiro e último lugar, este contexto abre espaço para que se reduza o escopo de atuação do Estado brasileiro nas esferas econômica e social a partir das reformas estruturais advogadas por economistas de filiação ortodoxa, fazendo com que o projeto de desenvolvimento do país se alinhe novamente de forma mais estrita aos preceitos neoliberais adotados ao redor do mundo.

Em oportunidade anterior, o presente autor (Montani Martins, 2014) argumentou que “o período de relativo crescimento econômico, melhora no emprego e das desigualdades vivenciado ao longo da década de 2000 é incapaz de validar e disseminar socialmente a necessidade de políticas extremamente austeras em relação à inflação – e ao orçamento público”. Efetivamente, parece ser este o quadro por trás da deslegitimação do segundo governo Dilma: a sociedade que a elegeu não reconhece mais em seu governo sua pauta e seus anseios, não se vê mais representada nele. A queda da popularidade é um sintoma. A persistência da crise política, outro.

Porém o contexto em que a sociedade se insere não é imutável; está sujeito a alterações, por vezes repentinas. O período de crescimento e melhora no emprego e das desigualdades da década anterior pode se esvaír rapidamente, uma vez mantidas as políticas associadas ao programa de ajuste. Num curto espaço de tempo, podemos ter cristalizado um período de recessão, elevação do desemprego e das desigualdades que pode originar demandas sociais e soluções políticas alheias à de 2014. A “esquerda”, entretanto, está estigmatizada pelo caminho seguido pelo PT e não parece oferecer alternativas sólidas, ao menos no curto prazo. Isso abre espaço para que uma “direita” mais “moderada” apresente programas de cunho liberais-desenvolvimentistas mantendo políticas compensatórias importantes. Mas também deixa um vazio o qual programas neoliberais mais rígidos, como aqueles postos em prática na primeira metade dos anos 1990, possam ocupar, trazendo consigo uma reconfiguração do papel do Estado brasileiro em relação às políticas econômica e social.



Neste sentido, é interessante notar que num artigo escrito antes de assumir a pasta do Planejamento, o ministro Nelson Barbosa (2015b: 414) apontava que:

“Não há espaço fiscal para aumentar os incentivos fiscais e financeiros ao setor produtivo — o ‘Estado Desenvolvimentista’ — e continuar ampliando a rede de proteção social e serviços públicos universais — o ‘Estado do Bem-Estar Social’. Também não há espaço fiscal para o governo continuar a absorver o custo crescente da suavização de preços monitorados — o ‘Estado Intervencionista’ — sem comprometer a estabilidade fiscal. *Alguma coisa terá que ser ajustada e as demandas da população já indicaram a direção a seguir: preservar o Estado do Bem-Estar Social, ajustar o Estado Desenvolvimentista à nova realidade fiscal da economia e eliminar gradualmente os controles de preço*”.

Na prática, contudo, a desordem econômica amplificada, ou mesmo causada, pela política econômica do *novo* governo pode gerar uma situação tal que todos os três Estados mencionados serão retraídos, em especial, o Estado do bem-estar social.

## 6 Conclusão

A perspectiva descritiva das políticas fiscal, monetária e financeira apresentada nas seções 4.1, 4.2 e 4.3 contrasta significativamente com a avaliação crítica apresentada nas demais seções. Isso justificou a escolha do formato de ensaio a este texto, ao invés de um formato mais tradicional de artigo científico, já que não se pretende responder a uma hipótese. Buscou-se, na verdade, apresentar uma narrativa consolidada sobre o programa de ajuste econômico levado a cabo no segundo governo Dilma, após contextualizá-lo diante da política econômica do primeiro governo da presidenta e das diversas interpretações sobre seu sucesso ou fracasso e os porquês associados.

Como propomos no início, para além de uma análise descritiva das políticas fiscal, monetária e financeira, focamos em aspectos de economia política que podem ajudar a explicar a guinada na direção de políticas de cunho neoliberal no *novo* governo. Neste sentido, argumentamos que a opção por um programa de ajuste aderente à ortodoxia econômica se explica pela antecipação de um cenário político de dificuldades para o *novo* governo, diante de um Congresso eminentemente conservador e fragmentado, e, em menor medida, devido a pressões externas advindas de organismos internacionais e associadas à redução da classificação de risco da economia brasileira.

Assim como em momentos anteriores, a retórica oficial recorre ao mito da travessia como forma de sinalizar que as dificuldades presentes se justificam à luz de momentos melhores no futuro, a tormenta que enfrentamos será passageira e este curso dos eventos era inevitável. Replicamos apontando que as dificuldades econômicas presentes podem agravar ainda mais o cenário econômico futuro, em especial, em termos de demanda agregada e emprego; este cenário pode até se dissolver no futuro, porém não necessariamente num período curto de tempo – isto é, não até as próximas eleições, em razão do nó político –; e esta rota não era a única alternativa, porém foi a escolhida num contexto político específico.

Não podemos argumentar seguramente que as políticas de ajustamento adotadas representam uma retomada do projeto neoliberal mais estrito dos anos 1990, mas certamente podemos afirmar que elas resgatam medidas que flexibilizam as relações de trabalho segundo o receituário neoliberal e buscam erodir o poder de barganha dos trabalhadores conquistado ao longo da década de 2000, e que diminuem a influência do

Estado nos mercados financeiro e de capitais brasileiro, através da retração do papel dos bancos públicos e de desenvolvimento – portanto, diminuindo a “repressão” financeira.

Neste sentido, parece haver de fato, independente do grau de adesão a um neoliberalismo rígido ou a políticas liberal-desenvolvimentistas, uma nova “investida” neoliberal sobre a economia brasileira, como parte de um processo de reprodução do neoliberalismo em escala global. Esta investida agora foca na liberalização dos mercados de trabalho e de crédito do país, que ainda apresentavam algumas amarras associadas à Constituição de 1988 e à presença das instituições financeiras públicas. O mito da travessia, em meio a este contexto, é fundamental para justificar para a sociedade que mais e mais mudanças serão necessárias e para dissimular que as dificuldades associadas à nova travessia brasileira pesarão quase que exclusivamente sobre os trabalhadores e a população menos favorecida.

Relembrar um pouco da história econômica brasileira parece oferecer elementos para argumentar que o ministro Levy se equivocou ao afirmar que nunca antes em períodos democráticos havíamos tido maturidade para fazer “correções” na economia. No início nos anos 1990, quando a democracia ainda engatinhava, optamos por “corrigir” substancialmente a rota brasileira e alinhá-la às políticas neoliberais do Consenso de Washington. Naquela época buscávamos deliberadamente desconstruir os Estados desenvolvimentista, intervencionista e de bem-estar social. Nesta nova travessia, não parece ser diferente.

Respondendo ao questionamento presente na charge da Laerte, no início do ensaio:

- Tem certeza que o plano era assim?

- Sim, o plano era este.

## Referências bibliográficas

A Gazeta (2015). “Em entrevista exclusiva, Joaquim Levy diz que o Brasil precisa do ajuste fiscal para voltar a crescer”. Matéria de Abdo Filho e Eduardo Fachetti, veiculada em 19 de setembro de 2015.

Agência Senado (2015). “A 'Agenda Brasil', sugerida por Renan Calheiros”. Matéria de 10 de agosto de 2015.

Almeida Jr., M.; Lisboa, M.; Pessoa, S. (2015). “O Ajuste Inevitável: ou o país que ficou velho antes de se tornar desenvolvido”. Mimeo.

ANBIMA (2015). “Saem novas medidas de estímulo às emissões de renda fixa”. Informativo ANBIMA, nº 67, Ano VI.

Araújo, E.; Bruno, M.; Pimentel, D. (2012). “Financialization against Industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox”. *Revue de la régulation*, Vol. 11, 1er semestre. Disponível em: <http://regulation.revues.org/9604>.

Azevedo, P.; Serigati, F. (2015). “Preços administrados e discricionariedade do Executivo”. *Revista de Economia Política*, vol. 35, nº 3 (140): 510-30.

Barbosa, N. (2015a). “Discurso de posse do ministro do Planejamento, Nelson Barbosa, na cerimônia de transmissão de cargo”. Brasília, 02 de janeiro de 2015.

\_\_\_\_\_. (2015b). “O desafio macroeconômico de 2015-2018”. *Revista de Economia Política*, vol. 35, nº 3 (140): 403-25.

Barros, G.; Afonso, J. R. (2013). “Sobre ‘Fazer o Cumprimento’ da Meta de Superávit Primário de 2012”. Texto de Discussão nº 30, IBRE/FGV.

Bastos, C. P.; Jorge, C. T.; Braga, J. (2014). “Análise desagregada da inflação por setores industriais da economia brasileira entre 1996 e 2011”. Anais do XIX Encontro Nacional de Economia Política. Florianópolis, SC: Sociedade de Economia Política.

Bastos, C. P.; Rodrigues, R.; Lara, F. (2015) “As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: 10 anos de governo do Partido dos Trabalhadores”. *Ensaio FEE*, v. 36 (1), no prelo.

BCB (2012). “Pronunciamento do Presidente do Banco Central do Brasil: Ministro Alexandre A. Tombini”. XIV Seminário Anual de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, 10 de maio de 2012.

\_\_\_\_\_. (2013). “Discurso do Ministro Alexandre Tombini: Presidente do Banco Central do Brasil”. XV Seminário Anual de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, 16 de maio de 2013.

\_\_\_\_\_. (2014). “Discurso de Encerramento do Presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, no XVI Seminário Anual de Metas para a Inflação”. XVI Seminário Anual de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, 16 de maio de 2014.

\_\_\_\_\_. (2015). “Discurso do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil no encerramento do XVII Seminário de Metas para a Inflação”. XVII Seminário Anual de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, 22 de maio de 2015.

Bhering, G.; Carvalho, L.; Pimentel, D. (2015). “Uma contribuição para o debate sobre a desaceleração recente da economia brasileira a partir de três fatos estilizados”. Mimeo.

Bolle, M. B. (2014a). “Brasil, entre Dúvidas e Quimeras”. Revista Época Negócios, nº 84, fevereiro.

\_\_\_\_\_. (2014b). “Didgeridoo”. Galanto Consultoria, 14 de novembro de 2014.

Bolle, M. B.; Guardado, F. (2012). “Esfinge Brasileira”. Valor Econômico, Opinião, 12 de junho de 2012.

Borça Jr., G.; Tinoco, G.; Barboza, R. (2015). “Política Monetária e Inflação (de Serviços) no Brasil”. Valor Econômico, Opinião, 05 de junho de 2015.

Calcagno, A. (2012). “Can austerity work?”. *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue: 24–36.

CNI (2014a). Regras fiscais: aperfeiçoamentos para consolidar o equilíbrio fiscal. *Proposta da Indústria: Eleições 2014*, v. 21. Brasília: CNI.

\_\_\_\_\_. (2014b). Previdência social: mudar para garantir a sustentabilidade. *Proposta da Indústria: Eleições 2014*, v. 22. Brasília: CNI.

\_\_\_\_\_. (2014c). Custo do trabalho e produtividade: comparações internacionais e recomendações. *Proposta da Indústria: Eleições 2014*, v. 6. Brasília: CNI.

\_\_\_\_\_. (2014d). Terceirização: o imperativo das mudanças. *Proposta da Indústria: Eleições 2014*, v. 8. Brasília: CNI.

DIAP (2014). *Radiografia do Novo Congresso: Legislatura 2015-2019*. Brasília, DF: Departamento Intersindical de Assessoria Parlamentar (DIAP).

Erber, F. (1996). "O Mito da Travessia e a Retórica do Governo". *Boletim de Conjuntura*, v. 16, n. 2, IE/UFRJ.

Ferrari Filho, F.; Cunha, A. M.; Bichara, J. (2014). "Brazilian countercyclical economic policies as a response to the Great Recession: a critical analysis and an alternative proposal to ensure macroeconomic stability". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 36 (3): 513-40.

FMI (2013). "IMF Executive Board Concludes 2013 Article IV Consultation with Brazil". Press Release No. 13/314, August 28, 2013. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13314.htm>.

Folha de São Paulo (2014a). "Governo erra em não focar no ajuste fiscal, alertam assessores presidenciais". Matéria de Valdo Cruz, veiculada em 28 de outubro de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014b). "Entenda a Operação Lava Jato, da Polícia Federal". Matéria veiculada inicialmente em 14 de novembro de 2014. Atualizada em 02 de julho de 2015.

\_\_\_\_\_. (2015). "BC força a mão com juros e vai quebrar muita gente, diz Mendonça de Barros". Matéria de Raquel Landim, veiculada em 21 de junho de 2015.

Fraga, A.; Lisboa, M. (2014). "Hora de mudar o foco". Folha de São Paulo, 25 de maio de 2014.

Franco, G. (2014). "O grande tripé e o pequeno". O Globo, 27 de abril de 2014.

G20 (2013). *St Petersburg Action Plan*. September 6, 2013, St Petersburg. Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0906-plan.html>.

Gentil, D.; Hermann, J. (2015). “Política Fiscal no Governo Dilma Rousseff: a desaceleração programada”. Anais do VIII Encontro Internacional da AKB, Universidade Federal de Uberlândia.

Gobetti, S. W. (2015). “Ajuste fiscal no Brasil: os limites do possível”. Texto para discussão nº 2037, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Brasília, Rio de Janeiro: IPEA.

Gobetti, S.; Orair, R. (2014). “Classificação e análise das despesas públicas federais pela ótica macroeconômica (2002-2009)”. In: Santos, C.; Gouvêa, R. (orgs.) *Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do Ipea (2008 – 2014)*, vol. 1, Capítulo 8. Brasília: IPEA.

Holanda Filho, F.; Pessoa, S. (2014). “Desaceleração recente da economia”. Coletânea de Capítulos “Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil”, CDPP.

Itaú (2014). “O ajuste fiscal possível”. *Macro Visão*, de 13 de novembro de 2014.

Levy, J. (2015). “Discurso de Posse do Ministro, Joaquim Levy”. Ministério da Fazenda, Gabinete do Ministro, Assessoria de Comunicação Social, 05 de janeiro de 2015.

Mesquita, M. (2014). “A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo”. Coletânea de Capítulos “Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil”, CDPP.

Ministério da Fazenda (2014a). *Economia Brasileira em Perspectiva: Edição Especial*. Brasília: Ministério da Fazenda, dezembro de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014b). “‘Temos o desafio de fazer a transição para novo ciclo de expansão da economia mundial e brasileira’, diz Mantega”. Notícia veiculada em 07 de novembro de 2014.

\_\_\_\_\_. (2015a). “Governo reprograma gastos para atingir meta fiscal”. Notícia veiculada em 26 de fevereiro de 2015.

\_\_\_\_\_. (2015b). Considerações sobre o Projeto de Lei No.863/2015: Desoneração da Folha de Pagamento. Disponível em: [http://www.fazenda.gov.br/area-destaques/consideracoes-sobre-o-pl-8632015-2013-desoneracao/at\\_download/arquivo](http://www.fazenda.gov.br/area-destaques/consideracoes-sobre-o-pl-8632015-2013-desoneracao/at_download/arquivo).

\_\_\_\_\_. (2015c).

Ministério do Planejamento (2015). “Governo apresenta medidas adicionais de ajuste fiscal no Congresso”. Notícia veiculada em 17 de setembro de 2015.

Modenesi, A.; Montani Martins, N.; Modenesi, R. (2013). “A modified Taylor rule for the Brazilian economy: convention and conservatism in eleven years of inflation targeting (2000-2010)”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 35 (3): 463-82.

Modenesi, R. L.; Modenesi, A.; Montani Martins, N.; Fontaine, P. (2015). “Restructuring the Economic Policy Framework in Brazil: Genuine or Gattopardo change?”. *Revue de la régulation*, vol. 17, 1<sup>er</sup> semestre. Disponível em: <http://regulation.revues.org/11322>.

Montani Martins, N. (2014). “Sobre Corvos e Espantalhos”. *Valor Econômico, Opinião*, 21 de novembro de 2014.

Montani Martins, N.; Modenesi, A.; Pires-Alves, C.; Leite, K. V. (2015). “The transmission mechanism of monetary policy: microeconomic aspects of macroeconomic issues”. Mimeo.

Musse, J. (2015). “Medidas provisórias 664 e 665: a quem servem?”. *Revista Política Social e Desenvolvimento*, nº 18: 39-46.

O Globo (2014). “Ajuste fiscal será o grande desafio para 2015”. Matéria de Eliane Oliveira, veiculada em 09 de fevereiro de 2014.

Orair, R. (2014). “A dinâmica recente dos gastos públicos brasileiros (III): a retomada do investimento público no Brasil e os desafios do padrão de financiamento”. In: Santos, C.; Gouvêa, R. (orgs.) *Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do Ipea (2008 – 2014)*, vol. 2, Capítulo 5. Brasília: IPEA.

Paula, L. F.; Modenesi, A.; Pires, M. C. (2015). “The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: a case of (Keynesian) policy coordination?”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 37 (3): 408-35.

Pimentel, D.; Luporini, V.; Modenesi, A. (2015). “Assimetrias no repasse cambial para a inflação: uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013)”. Texto para Discussão nº 08/2015, IE-UFRJ.



Pinto, V.; Afonso, J. R. (2015). “Revisitando a desoneração que onera (empresas ou o governo) e que pune a produtividade”. Texto para Discussão nº 75, IBRE/FGV.

Portal Planalto (2015). Discurso da Presidenta da República, Dilma Rousseff, durante Compromisso Constitucional perante o Congresso Nacional. 1º de janeiro de 2015.

Rugitsky, F. (2015). “Austerity Reaches Brazil: Policies to combat inequality in Brazil have buckled under investor pressure”, Jacobin. Disponível em: <https://www.jacobinmag.com/2015/09/brazil-pt-austerity-dilma-rousseff-petrobas-real/>.

Safatle, V. (2014a). “Um país em dois”. Folha de São Paulo, 14 de outubro de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014b). “O povo brasileiro não existe”. Folha de São Paulo, 28 de outubro de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014c). “Esquerda zumbi”. Folha de São Paulo, 02 de dezembro de 2014.

Sallum Jr., B. (1999). “O Brasil sob Cardoso: neoliberalismo e desenvolvimentismo”. *Tempo Social* (Revista de Sociologia da USP), vol. 11 (2): 23-47.

\_\_\_\_\_. (2000). “Globalização e desenvolvimento: a estratégia brasileira nos anos 90”. *Novos Estudos CEBRAP*, nº 58: 131-56.

\_\_\_\_\_. (2003). “Metamorfoses do estado brasileiro no final do século XX”. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, Vol. 18, nº. 52: 35-54.

Santos, C.; Orair, R.; Gobetti, S.; Ferreira, A.; Rocha, W.; Silva, H.; Brito, J. M. (2014). “Uma metodologia de estimação da formação bruta de capital fixo das administrações públicas brasileiras em níveis mensais para o período 2002-2010”. In: Santos, C.; Gouvêa, R. (orgs.) *Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do Ipea (2008 – 2014)*, vol. 1, Capítulo 7. Brasília: IPEA.

Santos, C.; Amitrano, C.; Pires, M.; Carvalho, S.; Ferreira, E.; Esteves, F.; Yannick, K.; Lima, L. (2014). “A natureza da inflação de serviços no Brasil: 1999-2014”. Mimeo.

Santos, C.; Modenesi, A.; Squeff, G.; Vasconcelos, L.; Mora, M.; Fernandes, T.; Moraes, T.; Summa, R.; Braga, J. (2015). “Revisitando a dinâmica trimestral do Investimento no Brasil: 1996-2012”. Texto para Discussão nº 05/2015, IE-UFRJ.

Serrano, F.; Summa, R. (2012). “A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011”. *Oikos*, Vol. 11 (2): 166-202.

\_\_\_\_\_. (2015). “Aggregate Demand and the Slowdown of Brazilian Economic Growth from 2011-2014”. Center for Economic and Policy Research, Washington, D.C.

Singer, A. (2014). “O lulismo resistiu”. Folha de São Paulo, 04 de outubro de 2014.

\_\_\_\_\_. (2015). “Samba da política doida”. Folha de São Paulo, 08 de agosto de 2015.

SPE- Ministério da Fazenda (2015). “Nota de análise sobre a desoneração da folha”. Secretaria de Política Econômica – Ministério da Fazenda, Abril de 2015.

Summa, R. (2014a). “Uma nota sobre a relação entre salário mínimo e inflação no Brasil a partir de um modelo de inflação de custo e conflito distributivo”. Texto para Discussão nº 12/2014, IE-UFRJ.

\_\_\_\_\_. (2014b). “Mercado de trabalho e a evolução dos salários no Brasil”. Texto para Discussão nº 13/2014, IE-UFRJ.

Summa, R.; Braga, J. (2014). “Estimação de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil”. Texto para Discussão nº 14/2014, IE-UFRJ.

Summa, R.; Serrano, F. (2015). “Distribution and Cost-Push inflation in Brazil under inflation targeting, 1999-2014”. Mimeo.

Valor Econômico (2014a). “FMI chegou a colocar o Brasil na lista das economias emergentes mais vulneráveis”. Matéria de Sérgio Lamucci, veiculada em 30 de julho de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014b). “A inflação não está fora de controle, diz Goldenstein”. Matéria de Angela Bittencourt, veiculada em 28 de abril de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014c). “A meta de inflação deve subir antes de cair, diz economista”. Matéria de Flavia Lima e Catherine Vieira, veiculada em 23 de julho de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014d). ““Antes, crises recessivas faziam parte suja do ajuste””. Matéria de Denise Neumann, veiculada em 05 de setembro de 2014.

\_\_\_\_\_. (2014e). “Dilma não se compromete com mudança”. Coluna de Cláudia Safatle, veiculada em 03 de outubro de 2014.

Volpon, T. (2015). “A Estratégia Monetária do BCB”. Apresentação realizada em seminário do IEPE/CDG, em 18 de setembro de 2015.

Zaluth Bastos, P. (2015a). “Austeridade para quem? A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas no Brasil”. Texto para Discussão do IE-Unicamp, nº 257. Agosto.

\_\_\_\_\_. (2015b). “Austeridade, estelionato eleitoral e a tesoura na Constituição Federal”. Carta Maior, 27 de setembro de 2015. Disponível em: <http://cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/Austeridade-estelionato-eilitoral-e-a-tesoura-na-Constituicao-Federal/7/34600>.