

José Luís Oreiro | Luiz Fernando de Paula

# MACROECONOMIA

## DA ESTAGNAÇÃO BRASILEIRA

**Prefácio:**  
**Luiz Carlos Bresser-Pereira**



**ALTA BOOKS**  
EDITORA  
Rio de Janeiro, 2021

# Sumário

<b>Capítulo 1</b>	<b>Evolução e análise da consistência do regime macroeconômico no Brasil .....</b>	<b>1</b>
	A evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999–2014)	2
	A grande recessão brasileira: antecedentes e causas (2014–2016)	35
	O governo Temer: acertos e equívocos na condução da política macroeconômica	46
<b>Capítulo 2</b>	<b>O regime de metas de inflação e a condução da política monetária no Brasil: por que a taxa real de juros no Brasil é tão alta?.....</b>	<b>57</b>
	O protocolo do regime de metas de inflação	58
	O regime de metas de inflação brasileiro	61
	A taxa de juros de equilíbrio da economia brasileira	66
	Fontes de pressão inflacionária autônoma: conflito distributivo e impulso fiscal	71

Fontes de ineficácia da política monetária: a relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil	76
Controvérsias recentes sobre a teoria e a prática da política monetária no Brasil: uma crítica aos argumentos de Lara Resende (2017)	81
<b>Capítulo 3</b> Comportamento do crédito e do spread bancário no período 2003–2016.....	<b>93</b>
Boom e desaceleração do crédito	94
Ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos	106
Spread bancário	119
<b>Capítulo 4</b> A economia brasileira nos governos Temer e Bolsonaro <sup>1</sup> .....	<b>127</b>
Uma economia em marcha lenta	130
A política econômica de Temer e Bolsonaro	153
Conclusão	159

# 1

## **Evolução e análise da consistência do regime macroeconômico no Brasil (1999-2017)**

Este capítulo tem por objetivo analisar a evolução e a consistência do regime de política macroeconômica no Brasil desde a implantação do assim chamado tripé macroeconômico até a eclosão da grande recessão brasileira no segundo trimestre de 2014, que foi a mais longa recessão da história brasileira, durando até o último trimestre de 2016. Como argumentaremos ao longo das próximas seções, o Brasil conviveu, nesse período, com diversos regimes de política macroeconômica, os quais tinham em comum o fato de serem inconsistentes no sentido de Tinbergen, ou seja, definirem objetivos e metas de política econômica que ou são mutuamente inconsistentes entre si ou não podem ser alcançados por intermédio da manipulação dos instrumentos de política econômica à disposição do *policy maker*. Essa inconsistência é a causa fundamental do *desequilíbrio dos preços macroeconômicos*, notadamente o câmbio (sobvalorizado) e juros

(excessivamente elevados); desequilíbrio esse que termina por *afetar negativamente a competitividade da indústria de transformação*, que é o motor de crescimento de longo prazo de economias de renda média, como o Brasil.

## **A evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999–2014)**

A condução das políticas macroeconômicas no Brasil passou por uma grande transformação nos últimos 15 anos. Entre 1999 e 2005, o regime de política macroeconômica<sup>1</sup> prevalecente no Brasil era caracterizado pelo “tripé macroeconômico”, no qual a política monetária era conduzida no arcabouço de um regime de metas de inflação; a política cambial seguia um padrão de flutuação relativamente livre da taxa nominal de câmbio; e a política fiscal era pautada pela geração de expressivos superávits primários como proporção do PIB. Nesse contexto, as políticas macroeconômicas tinham por meta a estabilidade da taxa de inflação, o equilíbrio “automático” do balanço de pagamentos e a estabilidade/redução da dívida pública como proporção do PIB.

O regime de política macroeconômica prevalecente no Brasil começa a mudar em 2006, ao final do primeiro mandato do presidente Lula. O “tripé macroeconômico”, embora mantido, começa a ser flexibilizado. Um primeiro elemento importante dessa flexibilização consistiu na retirada dos investimentos realizados pela União do cálculo da meta de superavit primário, em particular os investimentos previstos no Programa de Aceleração do Crescimento, a partir de julho de 2009. Essa retirada sinalizou de forma inequívoca que a condução da política fiscal seria, a partir daquele momento, pautada pela obtenção de duas metas, a saber: a estabilidade/

---

1 Com base em Herr e Kazandziska (2011), define-se o **Regime de Política Macroeconômica** como o conjunto de objetivos, metas e instrumentos de política macroeconômica, bem como o arcabouço institucional no qual a política econômica é executada.

redução da relação dívida pública/PIB e o aumento do investimento público como proporção do PIB.

No que se refere ao regime de metas de inflação, a saída de Antônio Palocci do Ministério da Fazenda e sua substituição por Guido Mantega levaram ao abandono da sistemática de “metas de inflação declinantes”, na qual a autoridade monetária perseguia metas de inflação cada vez mais baixas ano a ano, de maneira a obter uma meta de inflação de longo prazo de 3% a.a. A partir de 2005, com efeito, o Conselho Monetário Nacional manteve a meta de inflação constante em 4,5% a.a. O abandono desse sistema de metas declinantes abriu espaço para uma maior redução da taxa de juros (tanto em termos nominais como em termos reais), permitindo que a taxa real de juros ficasse abaixo do patamar de 9% a.a., valor mantido durante os primeiros anos da administração petista.

Por fim, no que se refere à política cambial, a forte valorização observada na taxa nominal e real de câmbio após 2005 levou o Banco Central a adotar, no final de 2006 e início de 2007, uma política de compra em massa de reservas internacionais com o objetivo implícito de reduzir a velocidade de apreciação da taxa nominal de câmbio; tentando, com isso, preservar a competitividade da indústria brasileira nos mercados internacionais.

A flexibilização do “tripé macroeconômico” tinha, portanto, como objetivo conciliar a estabilidade macroeconômica obtida com o “tripé rígido” ao mesmo tempo em que abria espaço para um estímulo maior ao crescimento econômico pelo lado da demanda agregada (maior investimento público, redução da taxa de juros). Essa ampliação do escopo de objetivos do regime de política macroeconômica revela uma mudança na percepção da equipe econômica do governo a respeito da natureza do crescimento econômico. Se, na era do “tripé rígido”, o crescimento econômico era visto como determinado pelo lado da oferta da economia, na era do “tripé fle-

xível”, o crescimento é visto como essencialmente determinado pelo lado da demanda agregada. Daqui se segue que as políticas macroeconômicas serão orientadas, a partir desse momento, para a geração de uma elevada taxa de crescimento da demanda agregada doméstica.

Um elemento importante na obtenção desse objetivo foi a política de valorização do salário mínimo adotada pelo governo Lula. Com efeito, o salário mínimo passa a crescer de forma expressiva em termos reais, reduzindo-se, assim, a diferença com relação ao salário médio prevalente na economia brasileira. Como consequência disso, a dispersão salarial se reduz, permitindo uma melhoria na distribuição pessoal e funcional da renda, o que estimulou o crescimento dos gastos de consumo da classe trabalhadora.

A forte expansão da demanda agregada doméstica no período em consideração — alimentada pelo crescimento dos gastos primários do governo a um ritmo maior do que o crescimento do PIB a partir de 2006 — foi acompanhada por uma forte valorização da taxa real de câmbio, a qual levou ao ressurgimento dos deficits em conta corrente a partir de 2007. A valorização cambial também foi um dos fatores responsáveis pelo deficit comercial crescente da indústria de transformação e, dessa forma, um dos fatores a impulsionar uma “segunda onda de desindustrialização”<sup>2</sup>. A perda de competitividade e dinamismo do setor industrial em conjunto com o tamanho ainda reduzido do investimento público no PIB levou à interrupção do crescimento da taxa de investimento da economia brasileira, que vinha aumentando de forma contínua desde o início do governo Lula. A perda de dinamismo das exportações de manufaturados e da formação bruta de capital fixo constituía-se numa ameaça à sustentabilidade da trajetória de crescimento da economia brasileira, uma vez que essa trajetória

---

2 Sobre a desindustrialização da economia Brasileira, ver Oreiro e Feijó (2010) e Soares, Mutter e Oreiro (2013).

passa a ser limitada tanto pela restrição do equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos como pela “barreira inflacionária”, decorrente do desequilíbrio entre a taxa de crescimento da capacidade produtiva e a taxa de crescimento da demanda agregada doméstica.

Para enfrentar esses problemas, o governo da presidente Dilma Rousseff tentou libertar-se definitivamente do “tripé macroeconômico”, substituindo-o por uma “nova matriz macroeconômica” caracterizada pela combinação entre juros baixos, câmbio “competitivo” e política fiscal “amigável” ao investimento público<sup>3</sup>. O problema é que essa “nova matriz macroeconômica” não rompeu com o “desenvolvimentismo inconsistente” iniciado no segundo mandato do presidente Lula, após a erupção da crise financeira internacional, herdando, portanto, o dilema de política econômica inerente a esse regime de crescimento, qual seja, o dilema (*trade-off*) entre competitividade externa e controle de taxa de inflação. Nesse contexto, a política macroeconômica do governo Dilma Rousseff comportou-se como uma espécie de “biruta de aeroporto”, ora adotando medidas no sentido de acelerar a desvalorização do câmbio nominal de maneira a recuperar a competitividade externa da economia brasileira; ora desistindo dessas medidas com o intuito de reduzir a pressão inflacionária decorrente do crescimento dos salários num ritmo superior ao da produtividade do trabalho. O resultado desse comportamento errático da política macroeconômica foi a manutenção da sobrevalorização cambial e do patamar elevado da taxa real de juros, ou seja, a perpetuação da “armadilha câmbio-juros”.

---

3 Ver as declarações do Secretário de Política Econômica, Márcio Holland, na matéria *Transição para a nova matriz macroeconômica afetou o PIB*, Valor Econômico, 17/12/2012.

## O tripé macroeconômico e sua flexibilização (1999–2008)

Entre 1999 e 2005, o regime de política macroeconômica prevalecente no Brasil era baseado no assim chamado “tripé macroeconômico” constituído de metas de inflação, metas de geração de superavit primário e flutuação relativamente livre da taxa nominal de câmbio<sup>4</sup>. O fundamento teórico do “tripé” era o “novo consenso macroeconômico”, segundo o qual a estabilidade da taxa de inflação é o objetivo fundamental, senão o único, da política macroeconômica (Sawyer, 2009). Com efeito, não só a política monetária passou a ser orientada diretamente para o controle da inflação, relegando a um segundo plano o objetivo de estabilização do nível de atividade econômica, como também as políticas fiscal e cambial passaram a ser subordinadas ao objetivo da estabilidade de preços. De fato, a geração de um robusto superavit primário como proporção do PIB com vistas à estabilização do endividamento do setor público era tida como condição necessária para impedir a monetização da dívida pública a longo prazo, consolidando, assim, o controle do processo inflacionário. Analogamente, o regime de câmbio flutuante era tido como indispensável à estabilidade de preços à medida que confere ao Banco Central o grau de autonomia necessário para conduzir a política monetária com vistas ao atendimento de objetivos domésticos, ao invés de ser pautada pela situação do balanço de pagamentos.

Na Tabela 1, apresentamos os objetivos, metas e instrumentos das políticas que compõem o “tripé macroeconômico”. Podemos observar nela a preponderância do objetivo “estabilidade de preços” e uma despreocupação com a estabilização do nível de atividade econômica e/ou com o crescimento de longo prazo. Com efeito, a política monetária está orientada para a estabilização da taxa de inflação a curto prazo (no interior do ano-calendário) e obtenção de uma taxa de inflação baixa no médio e longo prazos. Para tanto, adota-se a sistemática de “metas declinantes de infla-

---

4 Esse regime de política macroeconômica substituiu o regime de âncora cambial prevalecente no Brasil entre 1995 e 1998.

ção” em conjunto com um prazo de convergência de apenas um ano para a meta de inflação de curto prazo. O único instrumento utilizado pela política monetária é a taxa de juros básica, ou seja, a taxa Selic. A política fiscal, por seu turno, tem por objetivo a estabilização/redução da dívida pública como proporção do PIB. Esse objetivo impôs a fixação de uma meta de superavit primário superior a 3,5% do PIB para o setor público como um todo. A ausência de uma regra formal de controle do ritmo de crescimento dos gastos de consumo e de custeio do governo fez com que, na prática, o instrumento utilizado para a obtenção da meta de superavit primário fosse o controle, quando não a redução, do investimento público. Por fim, a política cambial estava totalmente subordinada à política monetária, tendo por objetivo conferir a esta última os graus de liberdade necessários para a obtenção da meta de inflação de curto prazo. Não existia qualquer tipo de meta para a taxa nominal de câmbio e as intervenções do Banco Central no mercado cambial eram esporádicas.

**Tabela 1** – Descrição dos componentes do “Tripé Macroeconômico”

<b>Tipo de política</b>	<b>Objetivos</b>	<b>Metas operacionais</b>	<b>Instrumentos</b>
<b>Política monetária</b>	Estabilidade da taxa de inflação a curto prazo. Inflação baixa a longo prazo	Metas declinantes de inflação	Taxa de juros de curto prazo
<b>Política fiscal</b>	Dívida pública como proporção do PIB baixa e estável no médio e longo prazos	Meta de superavit primário	Redução do investimento público
<b>Política cambial</b>	Autonomia da política monetária	Nenhuma	Livre flutuação da taxa nominal de câmbio

Fonte: Elaboração própria.

O resultado desse regime de política macroeconômica em termos de crescimento foi desapontador, para dizer o mínimo. Com efeito, o crescimento médio do PIB foi de apenas 2,65% a.a. no período 1999–2005; ao passo que, no período 1995–1998, o PIB cresceu a uma taxa média de 3,06% a.a. A redução do ritmo de crescimento explica-se, em larga medida, pela contração da taxa de investimento que se verificou durante o período de vigência do “tripé macroeconômico”, o que levou a uma redução do crescimento potencial da economia. A formação bruta de capital fixo a preços constantes passa de 16,76% a.a., no período 1995–1998, para 14,76% a.a. no período 1999–2005. Cerca de 50% dessa queda da taxa de investimento é explicada pela redução do investimento público, induzida pela política de geração de expressivos superávits primários a partir de 1999. De fato, o investimento público como proporção do PIB passa de uma média de 3,62%, no período 1995–1998, para 2,7% no período 1999–2005; ou seja, uma redução de 0,91 p.p. com respeito ao PIB.

**Tabela 2** – Performance comparada entre os regimes de política macroeconômica prevalentes no Brasil (1995–2005)

Período	Taxa média de crescimento do PIB real	Taxa de investimento a preços constantes <sup>(1)</sup>	Investimento público como proporção do PIB
Âncora cambial (1995–1998)	3,06	16,76	3,62
Tripé macroeconômico (1999–2005)	2,65	14,76	2,7

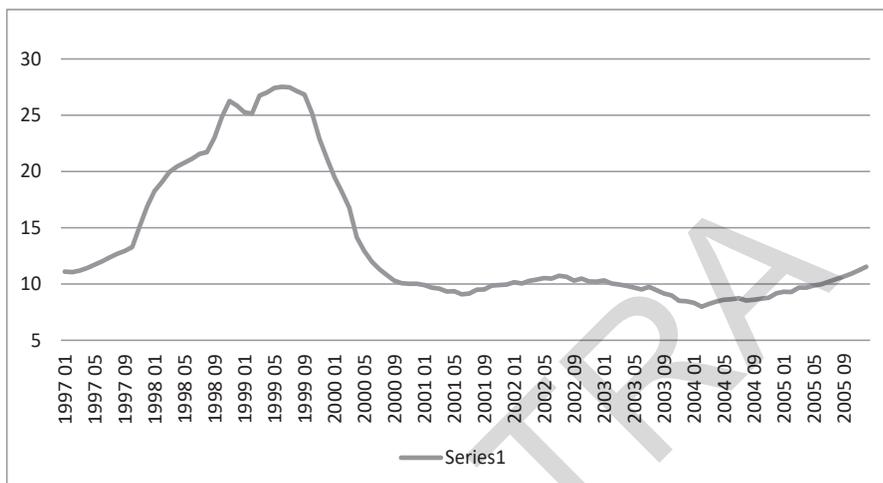
Fonte: IPEADATA. Elaboração própria. Nota: (1) a preços de 2006.

Outro fator que explica o fraco desempenho em termos de crescimento econômico durante o período de vigência do tripé macroeconômico foi a

manutenção de uma elevada taxa real de juros (Figura 1). Se a adoção de um regime de câmbio flutuante permitiu uma rápida redução da taxa real de juros, a sistemática de “metas declinantes de inflação”, adotada pelo Conselho Monetário Nacional, em conjunto com o reduzido prazo de convergência da inflação para a meta de curto prazo, impediu que a taxa real de juros pudesse cair abaixo de 10% a.a. de forma permanente, ao menos até o final de 2005 (Oreiro e Passos, 2005, p. 164).

O regime de política macroeconômica começa a mudar após a substituição de Antonio Palocci por Guido Mantega no Ministério da Fazenda, em março de 2006. No período compreendido entre março de 2006 e setembro de 2008, tem início uma “flexibilização” do tripé macroeconômico por intermédio da redução do superavit primário como proporção do PIB, eliminação da sistemática de “metas declinantes de inflação” e acúmulo expressivo de reservas internacionais por parte do Banco Central. Com efeito, o superavit primário como proporção do PIB cai de 3,61% do PIB, na média do período 2003/01–2006/03, para 3,48% do PIB na média do período 2006/04–2008/09. Em 2006, a meta de inflação foi fixada em 4,5% a.a., mantendo-se constante a partir de então. Por fim, o Banco Central do Brasil passou a intervir pesadamente no mercado de câmbio por intermédio da compra de reservas internacionais, que aumentaram 127,8% no período compreendido entre janeiro de 2007 e setembro de 2008, substituindo o regime de “flutuação cambial” pelo regime de “câmbio administrado”. Esse regime de política macroeconômica pode ser denominado de “tripé flexibilizado”.

**Figura 1** — Taxa real de juros (% a.a.), Selic deflacionada pela variação do IPCA, média móvel dos últimos 12 meses (Jan. 1997-Dez. 2005)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA.

Outro elemento importante na flexibilização do “tripé macroeconômico” foi a política salarial, mais especificamente a política de reajuste do salário mínimo. Entre janeiro de 1999 e fevereiro de 2006, o salário mínimo teve um aumento de 30,87% em termos reais, ou seja, um aumento médio real de 4,44% a.a. no período em consideração. No período compreendido entre março de 2006 e fevereiro de 2008, contudo, o salário mínimo teve um aumento de 16,82% em termos reais, isto é, um aumento real médio de 8,4% a.a., quase o dobro do valor observado no período anterior. A elevação do valor real do salário mínimo a uma taxa superior ao aumento da produtividade média do trabalho da economia brasileira é institucionalizada a partir de 2007, quando o presidente Lula negocia com as centrais sindicais uma fórmula de reajuste salarial segundo a qual a taxa de variação do salário mínimo no ano  $t$  seria igual à taxa de inflação observada no ano  $t-1$  acrescida da taxa de variação do PIB ocorrida no ano  $t-2$ .

Esses elementos nos permitem concluir que o regime macroeconômico do “tripé flexibilizado” tinha por objetivo não apenas a estabilidade do nível de preços, como também a indução de um ritmo mais acelerado de crescimento econômico, a estabilidade da taxa real de câmbio e o crescimento forte dos salários reais. A aceleração do crescimento econômico seria resultado da elevação do investimento público, viabilizada pela redução da meta de superavit primário, do aumento do consumo induzido pela forte elevação do salário real e da redução da taxa real de juros, permitida pela extinção da sistemática de “metas declinantes de inflação”. A estabilidade da taxa real de câmbio seria obtida por intermédio das operações de compra de reservas internacionais, as quais seriam responsáveis pela absorção dos enormes fluxos de entrada de capitais que a economia brasileira começou a observar a partir de meados da década de 2000. Por fim, o crescimento forte dos salários reais seria consequência da política salarial adotada pelo governo, uma vez que a estrutura de salários relativos na economia brasileira é fortemente atrelada ao comportamento do salário mínimo.

Os objetivos, as metas e os instrumentos do tripé flexibilizado podem ser visualizados na Tabela 3.

**Tabela 3** — Descrição dos componentes do “Tripé Flexibilizado”

<b>Tipo de política</b>	<b>Objetivos</b>	<b>Metas operacionais</b>	<b>Instrumentos</b>
<b>Política monetária</b>	Estabilidade da taxa de inflação tanto no curto prazo como no longo prazo	Metas constantes de inflação	Taxa de juros de curto prazo

(continua)

(continuação)

<b>Política fiscal</b>	Dívida pública como proporção do PIB estável no médio e longo prazo  Aumento do investimento público	Redução da meta de superavit primário	Aumento da carga tributária  Aumento das despesas primárias como proporção do PIB  Estabilidade do superavit primário como proporção do PIB
<b>Política salarial</b>	Elevação do salário real  Aumento da participação dos salários na renda	Não definida	Reajuste do salário mínimo pela inflação de t-1 e pelo crescimento do PIB real de t-2
<b>Política cambial</b>	Autonomia da política monetária  Estabilidade da taxa real de câmbio	Nenhuma	Compra de reservas internacionais em larga escala

Fonte: Elaboração própria.

A performance do “tripé flexibilizado” em termos de crescimento econômico foi indiscutivelmente superior à performance do regime anterior. Com efeito, a taxa média de crescimento do PIB real acelera-se para 5,07% a.a. no período 2006–2008, contra uma média de 2,65% a.a. no período 1999–2005. Essa aceleração do crescimento do produto real é acompanhada por uma forte elevação da taxa de investimento, que passa de 14,76% a.a., no período 1999–2005, para 16,05% a.a. na média do

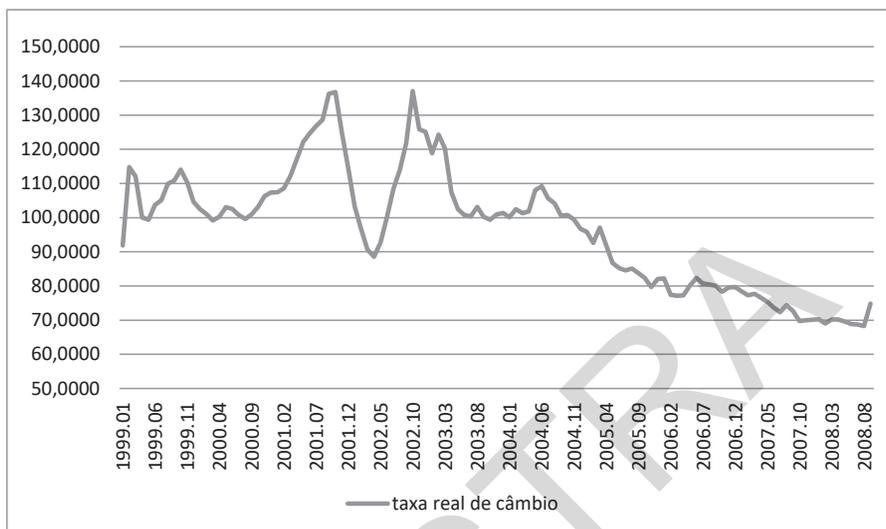
período 2006–2008. O investimento público aumenta para 3,2% do PIB na média do período 2006–2008, contra um valor médio de 2,7% no período 1999–2005.

**Tabela 4** — Performance comparada entre os regimes de política macroeconômica prevalentes no Brasil (1999–2008)

Período	Taxa média de crescimento do PIB real	Taxa de investimento a preços constantes <sup>(1)</sup>	Investimento público como proporção do PIB
Tripé macroeconômico (1999–2005)	2,65	14,76	2,7
Tripé flexibilizado (2006–2008)	5,07	16,05	3,2

Fonte: IPEADATA. Elaboração própria. Nota: (1) a preços de 2006.

O “tripé flexibilizado” não foi, contudo, capaz de deter a tendência à apreciação da taxa real de câmbio, verificada a partir de março de 2005 (ver Figura 2). Com efeito, a taxa real de câmbio efetiva reduz-se de 112,61 em março de 2005 para 83,28 em agosto de 2008, às vésperas da falência do *Lehman Brothers*. No mesmo período, as reservas internacionais à disposição da economia brasileira passaram de US\$61,95 bilhões para US\$205,11 bilhões, ou seja, um aumento de 231% no período em consideração.

**Figura 2** — Taxa real efetiva de câmbio (1999.01–2008.09)

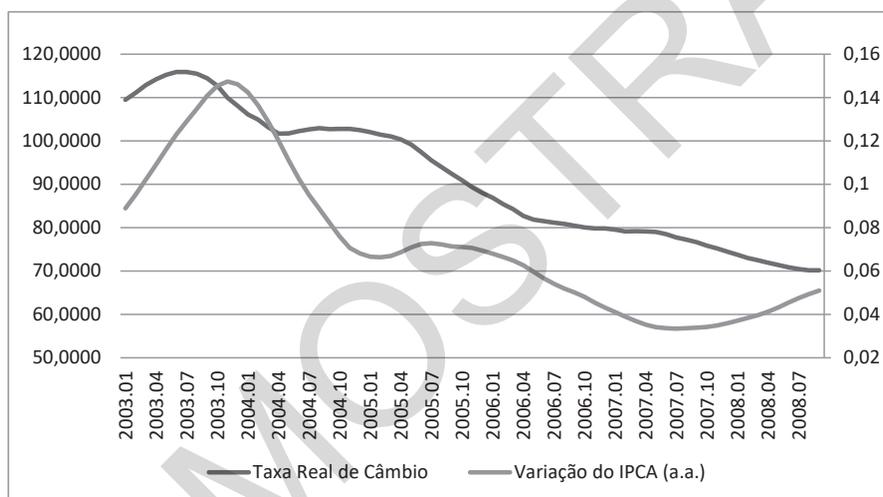
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA. Série taxa real efetiva de câmbio, INPC Exportações.

A combinação entre aceleração do crescimento econômico e apreciação da taxa real de câmbio resultou numa forte deterioração do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos, o qual passou de um superavit de 1,4% do PIB no primeiro trimestre de 2006 para um deficit de 1,56% do PIB no terceiro trimestre de 2008; ou seja, uma variação de quase três pontos percentuais com relação ao PIB num espaço de pouco mais de dois anos.

A apreciação da taxa real de câmbio teve um papel importante para a redução da taxa de inflação observada no período 2006–2008 com respeito ao período 1999–2005, conforme podemos verificar na Figura 3. Enquanto a taxa anual de variação do IPCA foi de 8,24% a.a. durante o período do “tripé macroeconômico”; no período do “tripé flexibilizado”, a mesma taxa se reduz em quase 50%, ficando em 4,50% a.a. Essa forte desaceleração da taxa de inflação durante o período do “tripé flexibiliza-

do” é explicada fundamentalmente pelo resultado do ano 2006, quando o IPCA registrou uma variação de 3,14%, a menor taxa já registrada após a implantação do regime de metas de inflação em 1999. É interessante observar, na Figura 3, que o movimento de redução da taxa de inflação coincide no tempo com a apreciação da taxa real de câmbio, notadamente entre março de 2005 e maio de 2007.

**Figura 3** — Taxa real de câmbio e variação do IPCA (% a.a.) — Jan. 2003–Set. 2008



Fonte: Elaboração própria com dados do IPEADATA. Nota: (i) A taxa real de câmbio é medida no eixo do lado esquerdo, ao passo que a variação do IPCA é medida no eixo do lado direito; (ii) Ambas as séries são calculadas com base na média móvel dos últimos 12 meses.

Os efeitos combinados da apreciação da taxa real de câmbio, redução correspondente da taxa de inflação e extinção da sistemática de metas declinantes de inflação permitiram uma redução significativa da taxa real de juros no período 2006–2008 relativamente ao período 2003–2005 (Figura 4).