

Murilo Rodrigues da Cunha Soares
Consultor Legislativo da Câmara dos
Deputados da área de Direito tributário
e tributação.

Transição de poder em 2019: cenário econômico mais tranquilo do que nas transições anteriores

Resumo

Este artigo aborda as circunstâncias econômicas em que ocorreram as transições de poder no Governo Federal desde o início da redemocratização do País. Considera como marco das transições de poder as posses dos presidentes José Sarney, Collor de Mello, Itamar Franco, Lula, Michel Temer e Jair Bolsonaro, sendo as demais tratadas como meras substituições da presidência da República, com continuidade de poder. Mostra que todas as ocasiões em que houve transições de poder, as condições econômicas que aguardavam o novo governo eram muito ruins. Advoga que, na transição de 2019, embora se verifique tal fato, o cenário econômico é muito menos dramático do que nas anteriores.

Palavras-chave

Economia; Transição política; Governo federal.

Abstract

This article discusses the economic circumstances in which the Federal Government power switched hands since the beginning of the Brazil's re-democratization process. It considers the presidencies inaugurations of José Sarney, Collor de Mello, Itamar Franco, Lula, Michel Temer and Jair Bolsonaro as political transitions, the others being treated as mere replacements of the president of the Republic. It shows that political power changes are closely related to very bad economic conditions. It argues that in the 2019 transition, although bad economic circumstances also occurs, the scenario is much less dramatic than in the previous ones.

Keywords

Brazilian economy; Federal government; Political transition.

A cerimônia de posse realizada em 1º de janeiro de 2019 representou mais do que uma troca de presidentes. Na falta de uma expressão melhor, pode-se dizer que houve uma “transição de poder”. Foi a sexta vez que tal fato ocorreu desde a redemocratização. (1) José Sarney recebeu, em nome de Tancredo Neves, as faixas presidenciais, em 15 de março de 1985; (2) Sarney as entregou para Collor, em 15 de março de 1990; (3) Collor as perdeu para Itamar Franco, provisoriamente em 2 de outubro de 1992 e definitivamente em 29 de dezembro do mesmo ano; (4) FHC as entregou para Lula, em 1º de janeiro de 2003; (5) Dilma também perdeu as suas para Temer, provisoriamente em 12 de maio de 2016 e definitivamente em 31 de agosto do mesmo ano; (6) agora, as faixas foram repassadas a Jair Bolsonaro. Para os fins deste artigo, as transições Itamar-FHC e Lula-Dilma serão tratadas como uma continuidade de governo.

Sempre que ocorreu uma genuína transição de poder, aguardava o novo presidente um cenário econômico-social desafiador, até porque, quando as coisas vão bem na economia, pelo menos no âmbito do governo federal, a tendência é a manutenção do status quo político.

O objetivo deste artigo é mostrar que os desafios do novo presidente, no que tange à política econômica, são bem menores do que os enfrentados nas cinco ocasiões anteriores. Cerimônias de posses foram realizadas com inflação fora de controle; preços públicos represados; déficit insustentável no balanço de pagamentos; reservas internacionais minúsculas; dívida externa atrasada; dívida interna com vencimentos sufocantes; taxa de juros “atrás” da curva de inflação etc. Cenários trágicos como esses, pelo menos por enquanto, não estão no horizonte do próximo presidente.

As contas públicas, sim, estiveram em desordem naquelas transições, todas, e estão novamente constituindo-se, como se pretende demonstrar, no único desafio econômico de grande envergadura a ser enfrentado.

Verdade que isso não é café pequeno. Às vezes, um problema de política monetária pode ser resolvido numa sentada no CMN, tradicionalmente composto por três pessoas (os ministros da Fazenda e do Planejamento e o presidente do Banco Central do Brasil)¹; um problema de política comercial, numa reunião do Conselho de Ministros da Camex, atualmente com oito membros²; um desalinhamento de preços, numa “canetada” da agência reguladora ou da estatal. Enfim, há problemas econômicos cuja solução, boa ou ruim, pode ser encaminhada por convencimento de poucos agentes.

1 Até o momento da conclusão do artigo não havia sido divulgada a nova configuração do CMN, que deverá ser mudada em vista da fusão dos dois ministérios.

2 Ministros da Casa Civil; da Indústria, Comércio Exterior e Serviços; Relações Exteriores; Fazenda; Transportes; Agricultura; Planejamento e Chefe da Secretaria-Geral da Presidência da República.

Com política fiscal, não funciona assim. Ninguém com um pouco de experiência no assunto acredita que motes de campanha eleitoral do tipo “corte de ministérios”, “racionalização da máquina” ou “combate à corrupção” sejam suficientes para se estabelecer uma política fiscal sólida a ponto de fundar um novo ciclo de desenvolvimento econômico-social. Os ajustes fiscais dignos do nome envolvem toda a sociedade, com perdas e ganhos entre os agentes econômicos e famílias. Raramente prescindem da aprovação de leis, leis complementares e emendas constitucionais, sem o que são limitadas as possibilidades de se aumentar significativamente receitas ou reduzir despesas. As batalhas cruciais são travadas no Parlamento. Mas, é na persuasão social ampla e, depois, no voto aberto em plenário que as coisas se resolvem. Inevitável o consumo de uma parcela significativa do capital político do novo presidente nessas refregas.

Voltando ao ponto, a questão fiscal esteve sempre presente nas transições de poder, agravadas no passado, porém, por uma série de outros problemas que, pretende-se mostrar, hoje não estão presentes.

Frise-se que o presente artigo não se pretende neutro, ele é marcadamente otimista, uma homenagem singela a Aloysio Biondi, engajado jornalista que, durante a ditadura, não tinha receio de escrever que a economia brasileira estava bem, quando estava bem, e ruim, quando estava ruim. O “catastrofismo” econômico, posicionamento militante de jornalistas e economistas contra o regime da época, não servia aos interesses da população. Pelo contrário, era muito bem utilizado pelos poderosos, como nos ensina o seu artigo “A economia e o catastrofismo”, publicado no jornal Diário da Manhã, de 23 de setembro de 1983³:

Existe forte dose de histeria, à esquerda e à direita, no debate dos problemas econômicos brasileiros. A esquerda se apega ao “catastrofismo”, ao “caos iminente”, na expectativa, talvez inconsciente, de que ele leve a mudanças radicais na vida do país – se bem que, conscientemente, tenha medo de que “a crise” leve ao fechamento. A direita, por sua vez, insiste em análises pessimistas da economia por razões bastante convenientes. Elas justificam, por exemplo, pedidos de “socorro” do governo, mais vantagens, mais privilégios; elas ajudam igualmente a convencer o governo (se é que ele precisa ser convencido) de que, no caos reinante, é preciso fechar os olhos a “expedientes” pouco cívicos das empresas, como contrabando, subfaturamento, superfaturamento, manobras especulativas, manobras com o ouro, jogadas com o dólar.

3 <http://www.aloyisobiondi.com.br/spip.php?article259> (Acesso em 4/9/2018).

Finalmente, o mesmo “pessimismo empresarial” serve ainda de poderoso trunfo nas disputas com o ingênuo movimento sindical brasileiro: insistindo-se em falar na “crise”, pode-se demitir trabalhadores, aos milhares, numa proporção muito superior à eventual queda de produção das empresas, aumentando o seu lucro, aviltando os salários em todo o mercado de trabalho. A direita, em resumo, sabe tirar proveito do “marketing da crise”. A esquerda, com seu pessimismo militante, entra nela de “pato”.

O cenário para quem chega ao poder em 2019 não é róseo, entenda-se. Mas tampouco desesperador. Comparações intertemporais são sempre difíceis. Pior ainda quando, como no caso presente, se tem de cotejar indicadores do período inflacionário com os do pós-Real. No entanto, trata-se de um artigo que abdica expressamente de qualquer pretensão científica, convertendo-se num texto de convencimento, a fim de evitar exageros no diagnóstico da situação, que sempre levam à adoção de medidas extremadas na solução dos problemas, como tão bem nos ensinou mestre Biondi.

Outra ressalva a ser feita é que se evitou ao máximo abordar os aspectos políticos e os cenários econômicos internacionais que circundavam as trocas de poder, pois isso traria um grau de complexidade quase insuperável à análise pretendida. Assim, o que se segue é uma abordagem muito mais simplificada, circunscrita aos elementos de política econômica minimamente sob o controle das equipes econômicas dos governos.

De Figueiredo para Sarney

Na data da posse do então vice-presidente Sarney, vigorava no País a 6ª Carta de Intenções firmada entre o Brasil e o FMI. Muito embora a equipe econômica do governo Figueiredo tivesse rascunhado uma 7ª Carta, datada de 20 de dezembro de 1984, ela estava desacreditada, pois as metas inflacionárias haviam se tornado totalmente irrealistas.⁴

A 1ª Carta havia sido assinada em 6 de janeiro de 1983, seguindo-se outras três no mesmo ano, mais três em 1984 e uma última em 1988. Houve três mudanças de cláusulas de desempenho. Foram solicitados dois pedidos brasileiros de perdão (waiver) e, por duas vezes, o programa de desembolsos foi suspenso: em março de 1983 e no início de 1985, ambas por desatendimento às metas de resultado fiscal combinadas com o FMI. A 3ª Carta de Intenções provocara o pedido de demissão do presidente do Banco Central, Carlos Langoni, que considerou seus termos duros demais (BERTI, 1999).

⁴ A 7ª Carta foi publicada na íntegra na Folha de São Paulo, de 17 de janeiro de 1985, p. 12.

Na 6ª Carta, firmada em setembro de 1984, o Brasil comprometia-se a manter o déficit nominal daquele ano em 17,8% do PIB e a realizar um superávit operacional de 0,5% do PIB, além da promessa de redução dos controles de preços administrados, liberalização do comércio exterior e separação das contas entre o Banco Central e o Banco do Brasil, à época uma segunda autoridade monetária. O objetivo final do acordo – garantir o pagamento da dívida externa – seria alcançado por meio da obtenção de um saldo na balança comercial de US\$ 10 bilhões, insuficiente para fazer frente ao déficit dos serviços de fatores da ordem de US\$ 14 bilhões e às amortizações das dívidas previstas de US\$ 1,7 bilhão, rombo que seria coberto com o ingresso de US\$ 5,7 bilhões advindos de investimentos diretos e de repasses do FMI, BID e BIRD.⁵

Longe do escopo deste trabalho fazer uma análise aprofundada da situação econômica da época. Impossível, no entanto, atingir seus objetivos sem oferecer, ainda que brevemente, uma visão panorâmica da confusão econômica que o primeiro presidente civil herdou do regime ditatorial.

Havia dois orçamentos – um fiscal e outro monetário – que se interpenetravam de forma brutal. O orçamento monetário era composto pelas contas do Banco Central e do Banco do Brasil, instituição bancária onde o Tesouro tinha uma conta (a famigerada “conta-movimento”) para quitar obrigações relativas a uma série de programas de crédito e subsídios, tais como o crédito rural, Proagro, Proalcool, Finex, Befiex, subsídio ao trigo, dentre outros. Na prática, o Banco do Brasil emitia moeda e a conta-movimento consistia, portanto, numa ligação entre despesas fiscais e monetárias (às vezes chamadas à época de “despesas quase fiscais”).⁶

Além disso, as contas do governo federal eram profundamente afetadas pelo resultado das empresas estatais. Na época de escassez aguda de divisas (especialmente entre 1981 e 1983), elas foram utilizadas como tomadoras de empréstimos no exterior, endividando-se pesadamente. Além disso, a fixação dos preços dos seus produtos e serviços não seguia uma lógica minimamente empresarial. Ora para oferecer vantagem competitiva para as empresas privadas aqui estabelecidas, quase sempre para combater a inflação, os preços deprimidos dos combustíveis, energia elétrica, produtos metalúrgicos e siderúrgicos, telefonia e outros bens e serviços por elas vendidos ou prestados repercutiam negativamente na apuração dos resultados fiscais do

5 Conjuntura Econômica. Outubro 1984. p. 10-11.

6 Para uma análise da relação entre Banco Central e Tesouro Nacional, v. CYPRIANO, Marcelo Petersen. Relações entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional. Evolução institucional. Separação de contas. Troca de passivos. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas - 1994. http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/285771/1/Cypriano_MarceloPetersen_M.pdf (Acesso em 14-9-2018).

setor público. Prova disso é que as receitas do setor produtivo estatal computadas entre 1983 e 1985 ficaram 10% menores do que as registradas em 1980 (CRUZ, 1995). O quadro abaixo mostra a dramática situação fiscal do primeiro semestre de 1985:⁷

Tabela 1
Fluxo de caixa do governo federal: jan-jun 85 (Cr\$ bilhões)

Orçamento fiscal (A)	12.462
Receita	47.200
Despesa	34.736
Orçamento monetário (B)	-33.903
Recursos não-monetários	2.763
Depósitos a prazo no Banco do Brasil	2.584
Outros recursos (variação líquida)	179
Dispêndios	36.666
Operações especiais do governo federal	11.275
Operações com o setor externo	9.732
Operações com o Banco Central	7.997
Empréstimos e outros créditos do Banco do Brasil	7.662
Resultado de caixa consolidado (C=A+B)	-21.441
Financiamento do déficit	21.441
Base monetária	6.142
Emissão de papel-moeda	3.280
Outros recursos monetários	2.862
Colocação líquida de títulos públicos federais (ORTN + LNT)	15.299
Mercado	13.761
Extramercado	1.538

Fonte: Banco Central

Os valores nominais pouco importam para os fins da análise, mas sim a magnitude do rombo do orçamento monetário frente ao superávit no orçamento fiscal, quase três vezes maior. Também digno de nota que mais de 15% do déficit haviam sido financiados pela pura e simples emissão de papel-moeda.

7 Conjuntura Econômica. V. 39, nº 8. Out. 1984, p. 10-11. Não há indicação das fontes. Para a elaboração de um quadro dessa natureza era necessário consolidar uma série de informações do Tesouro e do Banco Central.

Sem reavivar o debate da época sobre se o déficit público era causa ou efeito do aumento de preços, o fato é que a inflação era o mecanismo primordial de fechamento das contas públicas.

É verdade que o País já vinha há tempos anestesiado por taxas de inflação elevadíssimas. Assim, os agentes econômicos estavam acostumados a navegar com certa desenvoltura nas ondas da inércia inflacionária, com reajustes periódicos mais ou menos ancorados na inflação esperada. O problema agravava-se, porém, quando havia uma mudança de patamar dos níveis da inflação; os reajustes de preços tornavam-se mais agressivos, afinal não se conseguia antecipar qual seria o novo patamar dos preços.

Foi exatamente num período desses que se deu a posse do novo presidente. A tabela abaixo mostra que as taxas de inflação, às custas de uma brutal recessão ao longo dos anos de 1980-1982, gravitaram de forma relativamente estável ao redor de 100%. Porém, a partir da maxidesvalorização de 30% do cruzeiro, ocorrida em 21 de fevereiro de 1983 e equivalente à apreciação da moeda nacional frente ao dólar ocorrida no período de três anos (entre dezembro de 1979 e dezembro de 1982) (CARNEIRO, 2014), a taxa de inflação recepcionou o novo presidente em viés de alta, pelo quarto ano consecutivo:

Tabela 2
Taxa de inflação anual (%)

Ano	INPC (IBGE)	IPCA (IBGE)	IGP-DI (FGV-RJ)
1980	99,70	99,25	110,24
1981	93,51	95,62	95,20
1982	100,31	104,79	99,72
1983	177,97	164,01	210,99
1984	209,12	215,26	223,81
1985	239,05	242,23	235,11

Fonte: Compilação IPEADATA.

E nem era esse o maior problema a ser enfrentado pelo novo governo, mas sim as contas externas, na linha da famosa frase atribuída a Mario Henrique Simonsen, “inflação aleija, mas câmbio mata”.

A situação externa era, de fato, dramática. O País havia passado por um doloroso processo de ajustamento interno e externo nos anos anteriores. À época, o indicador mais utilizado para medir a situação das contas públicas internas era a necessidade de financiamento do setor público (NFSP), evidenciando o quadro abaixo um imenso esforço fiscal (veja o NFSP operacional, medida que excluía do cálculo as correções monetária e cambial,

consideradas, em princípio, como meros ajustes decorrentes do processo inflacionário) e melhoria significativa das contas externas, inclusive com um modesto superávit nas transações correntes em 1984 (valor negativo = superávit):

Tabela 3
Déficits interno e externo (% do PIB)

Ano	NFSP nominal	NFSP operacional	Transações correntes
1981	12,5	5,2	4,5
1982	15,8	6,2	6,0
1983	20,8	3,4	3,6
1984	23,5	1,7	-0,1

Fonte: Banco Central.

Divulgação: IPEADATA (Transações Correntes).

Conjuntura Econômica, Vol. 39, nº 7, julho 1985, p. 10
(Necessidade de Financiamento do Setor Público)

Esse ajuste externo foi obtido mediante aumento das exportações, especialmente após a eficaz desvalorização do cruzeiro anteriormente mencionada. Mas também por meio de violenta compressão das importações, implementada quando necessário por atos discricionários pelos órgãos do governo (Secex, à época na estrutura do Banco do Brasil, que liberava, ou não, as guias de importação; Receita Federal, que desembaraçava, ou não, as mercadorias).

Naquela época, restrições às importações repercutiam diretamente no crescimento econômico, afinal, grande parte das compras externas era ligada ao processo produtivo (combustíveis, bens de capital e bens intermediários) e não ao consumo, como detalha a tabela abaixo:

Tabela 4
Balança comercial (US\$ milhões)

Ano	Exportações	Importações					
		Total	Combustíveis	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo	
						Duráveis	Não duráveis
1980	20.132	22.955	9.868	2.610	9.686	97	695
1981	23.293	22.091	11.022	2.196	8.290	93	490
1982	20.175	19.395	10.140	1.804	6.891	90	468
1983	21.899	15.429	8.194	1.335	5.424	57	417
1984	27.005	13.916	6.889	1.078	5.640	46	265
1985	25.639	13.153	5.712	1.095	5.888	92	369

Fonte: Banco Central e FUNCEX. Divulgação: IPEADATA.

Cada dólar de melhoria na balança comercial era monitorado pelo FMI e negociado em condições duríssimas com o *board* de credores internacionais. Capitanado pelo Citibank (mais especificamente, por William Rhodes)⁸, o comitê de credores, a cada dólar que “sobrasse” nas operações externas, pressionava por aplicá-lo na redução da rolagem da dívida e/ou no aumento do pagamento do serviço da dívida; as autoridades brasileiras, do outro lado do balcão, tentavam alongar vencimentos e reduzir spread, e, com isso, manter o País em funcionamento comprando combustíveis, máquinas e equipamentos.

É nesse contexto que Tancredo Neves, na antológica entrevista coletiva após sua eleição, repudiou a ideia de moratória, mas ponderou: “Devemos aos nossos credores dinheiro; e dinheiro se paga com dinheiro. Não se paga dinheiro com fome, miséria e desemprego dos cidadãos brasileiros”.⁹

Recapitulando: (i) inflação ascendente, buscando um novo e incerto patamar; (ii) déficit público advindo de uma série de vazamentos entre os orçamentos fiscal/monetário e de subsídios da política de preços das estatais; (iii) emissão aberta de moeda para cobrir rombos; (iv) carta de intenções com o FMI descumprida, com desembolsos de divisas suspensos; e (v) impossibilidade de cumprimento das obrigações da dívida externa sem tais aportes.

Foram essas as terríveis condições econômicas em que se transferiu o poder para o primeiro civil a governar o País desde 1964, o vice-presidente José Sarney.

De Sarney para Collor

A sequência de programas econômicos do período Sarney pode ser assim sintetizada: (1) a ortodoxia gradualista inicial, com Francisco Dornelles (março de 1985 - fevereiro de 1986); (2) o Plano Cruzado, implementado por Dílson Funaro (em 28 de fevereiro de 1986); (3) o “Cruzadinho” (julho de 1986 - outubro de 1986); (4) o Plano Cruzado II (novembro de 1986 - junho de 1987); (5) o Plano Bresser, implementado pelo próprio (junho de 1987 - dezembro de 1988); (6) a política do “Feijão-com-Arroz”, de Maílson da Nóbrega (janeiro de 1988 - dezembro de 1988); sucedida (7) pelo Plano Verão, também por ele implantado (em 14 de janeiro de 1989)¹⁰.

O fracasso dos referidos planos econômicos formou aquele que talvez tenha sido o pior quadro de todas as sucessões aqui tratadas. Abreu & Wer-

8 Folha de São Paulo, 19-4-185. p. 12.

9 Folha de São Paulo, 18-01-20185. p. 1.

10 Para um panorama dos programas econômicos do período, ver MODIANO, Eduardo Marco. A ópera dos três cruzados, 1985-1990. In **A ordem do progresso: Dois séculos de política econômica no Brasil**. Marcelo Paiva Abreu (Org.). 2ª edição. Rio de Janeiro : Elsevier, 2014.

neck (2014) assim resumiram o dantesco cenário econômico que esperava o primeiro presidente eleito (ABREU; WERNECK, 2014):

Não se pode subestimar a gravidade do quadro econômico com que Collor se defrontou ao tomar posse. A taxa de inflação de fevereiro havia sido superior a 70%. A combinação de rápida expansão de gastos do governo com significativa redução de carga tributária, ao longo da década de 1980, havia levado o déficit operacional consolidado do setor público a 6,9% do PIB em 1989. As reservas internacionais estavam tecnicamente zeradas. Os minguados US\$ 9,7 bilhões registrados nas estatísticas oficiais haviam sido acumulados às custas de atrasos nos pagamentos de juros a credores externos. Para que as contas externas fossem mantidas sob controle precário, as importações tinham sido comprimidas a não mais que 4,4% do PIB.

A síntese acima é suficiente para mostrar a deterioração de praticamente todos os indicadores econômicos. O IGP-DI, por exemplo, havia rompido a barreira dos mil por cento em janeiro de 1989 (1.037% a.a.)¹¹e, mesmo com o congelamento inicial de preços do Plano Verão, fechou o ano em 1.476% a.a.¹²

Mas o aspecto mais dramático dessa transição foi a total perda de controle da política monetária. O Plano Verão havia extinto as Obrigações do Tesouro Nacional, as OTNs, sucessoras das ORTNs, títulos tradicionais de dívida pública, com prazo de vencimento mais alongado, garantia de correção monetária no período e preço/remuneração definidos por meio de ágio ou deságio na aquisição. Sua colocação implicava, portanto, algum nível de risco para o investidor e oferecia um horizonte de planejamento para o governo. As LFTs, criadas em seu lugar, eram “título(s) de curtíssimo prazo, liquidez instantânea e pós-fixado”, sendo, “para todos os efeitos práticos uma quase-moeda (...) um depósito à vista remunerado”.¹³

No ensaio “A dívida pública interna, seus problemas e soluções - parte II”, Carlos Brandão, ex-diretor de gerência da dívida pública e ex-presidente do Banco Central, aborda o problema sob a ótica da distribuição de renda:

A liquidez incontrolável - O perverso da estrutura da dívida pública, hoje, além de um prazo médio muito curto, de três meses, é o fato de 80% dela girar no overnight. Com uma inflação de

11 Conjuntura Econômica. V. 43, nº 1. Jan. 1984. p. 10.

12 Compilação IPEADATA.

13 Conjuntura Econômica. V. 43, nº 3. Mar. 1989. p. 10.

30% ao mês, e uma taxa de juro real líquida de 40% ao ano, para o montante indicado na tabela 8, o governo federal tem um dispêndio de cerca de NCz\$ 45 bilhões em valor nominal. Ou seja, esse imenso valor é disponível a qualquer dia ou hora para os investidores. Essa taxa de juro real líquida, sem precedentes na história do País, significa uma transferência de renda anual de US\$ 18 bilhões para os investidores.¹⁴

Causticamente, o redator da revista *Conjuntura Econômica*, aliás candidato a vice-presidente nas recentes eleições, Paulo Rabelo de Castro, definiu da seguinte forma a balbúrdia monetária:¹⁵

A inflação no Brasil tem duas cabeças. É bicéfala. De fato, a LFT tornou-se uma quase-moeda. Seu estoque hoje circulante na economia corresponde a 15% do PIB, o que seria justamente o necessário para compor a massa monetária de um país sem inflação. Já o estoque de moeda corrente e depósitos à vista, que no início da década de 70 já foi de 15% do PIB – quando a inflação era de 20% ao ano – hoje não representa mais do que 2% do PIB. Portanto, pode-se dizer que a LFT substituiu o cruzado novo. Daí a necessidade de controlar-se tanto a moeda convencional (o dinheiro dos pobres) quanto a moeda LFT, que é remunerada conforme o implícito padrão das elites. (...) Tal quadro também significa uma abominável divisão do País em castas: a dos desamparados, que recebem e pagam em cruzados, e a dos privilegiados, que pagam em cruzados e recebem em LFT. Quem não pode poupar é esmagado pelos preços corrigidos. O mesmo acontece com o governo, que também recebe em cruzados e paga em moeda elitizada ...¹⁶

Em outubro de 1989, a despeito dos péssimos indicadores econômicos e das incertezas políticas, o IBOVESPA teve ganho real de 10%, e o volume de operações, aumento de 115%, contra uma inflação de 37,6% no mês,¹⁷ movimento de recursos totalmente ilógico do ponto de vista econômico. Em situações dramáticas como essa, o investidor foge das bolsas. Mas, a procura por ativos reais era tão grande, que não importava o que se com-

14 *Conjuntura Econômica*. V. 43, nº 11. Nov. 1989. P. 49.

15 Para uma visão mais atual sobre a política monetária do período, ver PASTORE, Afonso Celso, GAZZANO, Marcelo & PINOTTI, Maria Cristina. *Inflação e crises: O papel da moeda*. Rio de Janeiro : Elsevier. 2015. Em especial, o capítulo 4 (“A eficácia da política monetária a as LFTs”, p. 103-130).

16 *Conjuntura Econômica*. V. 43, nº 10. Out. 1989. p. 4.

17 *Conjuntura Econômica*. V. 43, nº 11. Nov. 1989. p. 3 e 44.

prava, qualquer ativo servia para fugir da moeda “dos pobres” e também da “dos ricos”. A disparada do valor do dólar no mercado paralelo ia pelo mesmo caminho:

Tabela 5
Valor do dólar norte-americano (Cr\$)

Data	Oficial	Paralelo	Ágio
média 87	0,0393	0,0503	28%
média 88	0,2628	0,4004	52%
jan/89	0,90	1,46	62%
fev/89	1,00	1,72	72%
mar/89	1,00	1,77	77%
abr/89	1,02	2,22	118%
mai/89	1,10	2,98	171%
jun/89	1,33	3,15	137%
jul/89	1,92	3,65	91%
ago/89	2,48	4,19	69%
set/89	3,25	5,60	72%
out/89	4,49	9,55	113%
nov/89	6,20	12,78	106%
dez/89	9,40	20,75	121%
jan/90	14,29	33,51	134%
fev/90	24,39	53,44	119%

Fonte: Conjuntura Econômica, V. 44, Nº 5. Mai/89. P. 49.

Além de ações, dólar, ouro, imóveis, estoques, obras de arte e joias, buscou-se refúgio em ativos bizarros como carros usados, linhas telefônicas, eletrodomésticos e outros bens duráveis, desde que com uma mínima capacidade de preservação de valor.

Essa era a situação dramática que se colocava para o primeiro presidente eleito pelo voto direto no processo de redemocratização. Desde o fracasso do Plano Cruzado, não havia dúvidas sobre “se” haveria um novo pacote econômico, mas sim sobre “quando” ele seria editado. Pois agora até a data já estava previamente decidida: 15 de março de 1990. E a nova equipe econômica, que havia se instalado no “Bolo de Noiva”, não decepcionou: as Medidas Provisórias nos 151, 152, 154, 157, 158, 160, 161, 162, 164, 165, 167, 189, mas especialmente os arts. 5º, 6º e 7º da MP nº 168 implementaram o Plano

Brasil Novo (o malfadado Plano Collor). Os citados dispositivos legais são os que congelaram os ativos financeiros das famílias e empresas brasileiras.

De Collor para Itamar

O pequeno espaço de tempo transcorrido entre a posse e o afastamento de Collor de Mello, juntamente com o fato de Itamar ter sido eleito na mesma chapa, poderiam, numa avaliação menos acurada, dispensar de análise essa troca de presidentes. Porém, houve, de fato, uma mudança de poder na passagem de um para outro. Além disso, o Plano Collor – o mais drástico já implementado no País – soçobrou rapidamente, merecendo, portanto, alguns comentários, ainda que breves, para descrever a chegada de Itamar ao poder.

Como é amplamente lembrado (quem esqueceria?), em meados de março de 1990, após quatro dias de feriado bancário, foram convertidos na nova moeda, cuja denominação voltava a ser “cruzeiro” (Cr\$), valores mantidos em depósitos à vista e cadernetas de poupança até o limite de NCz\$ 50.000, além de 20% dos valores dos depósitos a prazo e demais aplicações financeiras.¹⁸ O restante dos saldos seria retido, com a promessa de devolução em 12 parcelas, a partir de setembro de 1991, com correção pelo BTN-F mais juros de 6% a.a. A expectativa era tirar de circulação dois terços da moeda,¹⁹ mas a medida acabou atingindo “apenas” 55,5% do agregado monetário mais amplo²⁰ (M4).²¹ Posteriormente, foi necessário criar um novo conceito de agregado monetário, ainda mais amplo, o M5, que contabilizava os cruzados novos retidos e sua conversão para os depósitos especiais remunerados (DER), após o início da liberação dos recursos.²²

O confisco de ativos do Plano Collor veio acompanhado de outras medidas igualmente drásticas: instituição do câmbio flutuante; liberalização do fluxo de capitais; abertura do mercado interno; extinção de órgãos públicos e estatais; agressivo programa de privatização; substituição da LTF pela LTN; fim dos títulos ao portador; majoração de impostos em busca do déficit zero etc.²³

18 No caso de aplicações em operações compromissadas, o valor a ser convertido na nova moeda poderia superar o referido percentual até o valor de NCz\$ 25.000.

19 Conjuntura Econômica. V. 44, nº 3. Mar. 1990. p. 4

20 Conjuntura Econômica. V. 44, nº 8. Ago. 1990. p. 207.

21 À época, a classificação dos agregados monetários era a seguinte:

M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista;

M2 = M1 + títulos públicos federais;

M3 = M2 + poupança;

M4 = M3 + depósitos a prazo.

22 Conjuntura Econômica. V. 45, nº 10. Out. 1991. p. 31-32.

23 Conjuntura Econômica. V. 44, nº 3. Mar. 1990. P. 4; Conjuntura Econômica. V. 44, nº 7. Jul. 1990. p. 22. Medidas provisórias editadas

Com os parques cruzeiros liberados, algo como mil dólares (pela cotação do paralelo) por conta corrente ou poupança, a economia praticamente parou. O IBOVESPA, por exemplo, caiu 56,2% entre o final de março e o início de abril, com volume diário de negócios neste mês girando em torno de 10% do verificado antes da edição do pacote.

De todo modo, o Plano Collor, como instrumento de estabilização permanente de preços, fracassou, como mostram as taxas de inflação abaixo:

Tabela 6

Taxa de inflação mensal - IGP-DI

mês/ano	1990	1991	1992
jan	71,90%	19,93%	26,84%
fev	71,68%	21,11%	24,79%
mar	81,32%	7,25%	20,70%
abr	11,33%	8,74%	18,54%
mai	9,08%	6,53%	22,45%
jun	9,02%	9,86%	21,42%
jul	12,98%	12,83%	21,69%
ago	12,93%	15,49%	25,54%
set	11,71%	16,19%	27,37%
out	14,16%	25,85%	24,94%
nov	17,45%	25,76%	24,22%
dez	16,46%	22,14%	23,70%

Fonte: Compilação IPEADATA (apuração FVG-RJ).

Contudo, pelo menos um objetivo foi atingido: a hiperinflação foi debelada. Em 29 de maio de 1990, o governo conseguiu vender ao mercado as primeiras LTNs, substitutas pré-fixadas das LFTs, no valor de Cr\$ 288 bilhões (aproximadamente US\$ 5,5 bilhões), com vencimento de sete dias, colocação comemorada pela revista *Conjuntura Econômica* como uma grande vitória: “há indicações de que o Banco Central recobrou sua autoridade monetária”.²⁴

Em janeiro de 1991, editou-se o Plano Collor II, este mais semelhante aos planos “normais”, com um “mero” congelamento de preços e salários, precedido de um “tarifaço” e de outras medidas fiscais para melhorar as contas públicas.²⁵

24 *Conjuntura Econômica*. V. 44, nº 8. Ago. 1990. p. 31-32.

25 *Conjuntura Econômica*. V. 45, nº 2. Fev. 1991. p. 9-11.

Em maio de 1991, Marcílio Marques Moreira substituiu Zélia Cardoso de Mello, retornando a uma política ortodoxa gradualista, porém bem mais rigorosa do que o “Arroz-com-Feijão” de Maílson da Nóbrega. Um forte aperto monetário com ajuste fiscal (ainda que na “boca do caixa”), a conclusão de um acordo com os bancos internacionais, uma safra generosa e, especialmente, a reversão das expectativas em relação a futuros congelamentos de preços eram os principais ingredientes para a redução gradual da taxa de inflação, que, segundo a equipe econômica, chegaria a apenas 2% a.m. no final de 1992, embora ao custo já anunciado de uma recessão que duraria até fins de 1993.²⁶

Em julho de 1992, Marcílio conseguiu rascunhar um acordo com os bancos credores, alardeado como muito favorável ao País, com rolagem de US\$ 44 bilhões por 30 anos; redução média de 35% do valor do principal; substituição dos juros flutuantes para juros fixos entre 4% e 6% a.a.²⁷ Além disso, os reajustes de preços oficiais passaram a ser quadrimestrais e o aperto fiscal na “boca do caixa” permitiu a obtenção de superávits nas contas do Tesouro Nacional por todo o período, mesmo com queda real da receita tributária de 6,2%, entre janeiro e setembro de 1992, redução em grande parte explicada pela verdadeira epidemia de contestações judiciais contra os tributos federais. O aperto monetário foi tão forte que até mesmo o insuspeito secretário-geral do FMI fez reparos às taxas de juros reais estratosféricas.²⁸ Ainda assim, a inflação persistiu em patamares superiores a 20% a.m. À medida que o tempo foi passando, ficaram claros os limites da ortodoxia “marciliana”.

Assim, o cenário que esperava o novo presidente não era nada animador. Taxas de juros reais da ordem de 30-40% a.a. para segurar as aplicações em moeda doméstica; superávit de caixa de Cr\$ 5 trilhões, mas que poderiam se transformar num déficit de Cr\$ 15 trilhões até dezembro, dependendo da decisão do STF sobre o Finsocial; uma escalada do IGP-DI de 21-25-27% para julho-agosto-setembro.²⁹ A média diária de negócios com ouro na BM&F elevava-se de 8,3 para 11,3 toneladas/mês; o dólar paralelo tinha atingido valor da ordem de Cr\$ 7.000.³⁰

Esse conjunto de indicadores, mesmo com a atuação ortodoxa da equipe de Collor, acabou por formar uma inevitável sensação de que “algo” teria que ser feito pelo novo presidente. Ocorre que, diferentemente do que se verificou em situação semelhante em 2016, o vice-presidente da época não tinha nada pronto.

26 Conjuntura Econômica. V. 45, nº 12. Dez. 1991. p. 3.

27 Conjuntura Econômica. V. 46, nº 7. Jul. 1992. p. 19.

28 Conjuntura Econômica. V. 46, nº 6. Jun. 1992. p. 9. Conjuntura Econômica. V. 46, nº 12. Dez. 1992. P. 3-5.

29 Conjuntura Econômica. V. 46, nº 12. Dez. 1992. p. 3-5.

30 Folha de São Paulo, 23-9-1992, P. 2-7 e Folha de São Paulo, 24-9-1992, p. 2-6, respectivamente.

Pelo contrário, quando a Câmara dos Deputados autorizou o processo contra o presidente Collor, na terça-feira, 29 de setembro, Itamar solicitou adiamento da posse provisória para a segunda-feira seguinte, pois sequer tinha o ministério pronto.³¹ Com a pressão de senadores, acabou assumindo na sexta-feira, dia 2 de outubro.³² Já havia indicado Paulo Haddad para o ministério do Planejamento, mas, para surpresa geral, nomeou Gustavo Krause ministro da Fazenda, advogado apresentado na imprensa como “poeta e assíduo folião do carnaval recifense”.³³ Reação imediata: o IBOVESPA caiu 7,9%; o ouro subiu 3,4% na BM&F; dólar no paralelo a Cr\$ 7.350,00, com ágio de 12,43% em relação ao dólar comercial.³⁴

Da posse provisória à definitiva, a situação deteriorou-se sensivelmente. Paulo Haddad esperava um “clima tenso” para a primeira reunião da nova equipe com o FMI, em que se buscava a liberação de US\$ 1,2 bilhões, viagem que, por fim, foi cancelada, até porque nem com o tenaz controle do dinheiro na “boca do caixa” a meta de superávit primário de 3% do PIB (US\$ 12 bilhões) seria atingida; o superávit seria, no máximo, de 1,7% do PIB.³⁵

Após pouco mais de um mês da posse provisória, é apresentado, enfim, o pacote fiscal do novo governo com criação: do IPMF, sendo 50% da sua arrecadação destinada a resgates da dívida pública; do Fundo Social de Emergência, precursor do FEF e das atuais DRU/DRE/DRM; da ação direta de constitucionalidade (que foi fundamental na substituição do Finsocaf pela Cofins); além de um sem-número de outras relevantes medidas fiscais.

O descrédito do novo governo, todavia, era enorme. Mesmo essas duras propostas foram recebidas na Folha de São Paulo com o banner “Populismo de volta”.³⁶ Dois dias depois, Carlos Alberto Sardenberg decretou: “Governo Itamar está sem direção”.³⁷

Na posse definitiva, em dezembro, a taxa de inflação rodava acima dos 20%; havia uma crise com o FMI e, portanto, não estavam garantidas as condições de fechamento das contas externas.

31 Folha de São Paulo, 1-10-1992, p. 1-1. Manchete: “Itamar não fecha ministério e faz acordo para adiar posse”.

32 Folha de São Paulo, 1-10-1992, p. 1-1. Manchete: “Pressionado por senadores, Itamar define seu ministério e assume hoje”.

33 Folha de São Paulo, 3-10-1992, p. 1-6.

34 Folha de São Paulo, 3-10-1992, p. 1-9.

35 Folha de São Paulo, 25-11-1992, p. 1-6; Folha de São Paulo, 2-12-1992, p. 1-5; Folha de São Paulo, 11-11-1992, p. 1-6

36 Folha de São Paulo, 6-11-1992, p. 1-9.

37 Folha de São Paulo, 8-11-1992, p. 2-7.

Esse foi o quadro sombrio no início do governo Itamar, afortunadamente revertido, porém. Conseguiu-se aprovar uma parte expressiva do pacote fiscal, inclusive a Emenda Constitucional nº 3/93, que debelou a epidemia de evasão fiscal que vicejava no País, e a Emenda Constitucional de Revisão nº 1/94, dentre outras medidas que ajudaram a reorganizar minimamente as finanças públicas. Sem isso, não teria sido possível implementar o Plano Real. Itamar fez seu sucessor, motivo pelo qual não cuidaremos da transição para FHC.

De FHC para Lula

Para descrever o cenário econômico no qual FHC entregou as faixas para Lula, é necessário recuar um pouco no tempo, até 1998, quando começaram os ataques especulativos contra o real. De meados de 1994 a início de 1999, a moeda foi mantida praticamente na mesma paridade com o dólar. Em janeiro de 1998, por exemplo, a moeda americana custava em média R\$ 1,12, cotação mantida, todavia, às custas de uma taxa de juros média acima de 37% a.a. Em novembro daquele ano, o governo assinou, com o FMI, não uma “carta de intenção”, mas sim um “memorando de política econômica”, considerado um instrumento mais ativo de negociação com o Fundo. Neste, ficava acertada a disponibilização para o Brasil de mais de US\$ 41 bilhões, mediante compromisso de realização de “superávits primários de 2,6% do PIB, em 1999, 2,8%, em 2000 e 3% em 2001”³⁸. Além disso, “as autoridades também enfatizaram seu firme compromisso com: (a) o regime cambial vigente; (...)”³⁹.

O tratamento tornou-se um pouco mais cerimonioso, mas o monitoramento do Fundo continuava implacável e humilhante.⁴⁰ E o regime cambial vigente era notoriamente inviável.

No dia 12 de janeiro de 1999 deu-se uma fuga de dólares da ordem de US\$ 1 bilhão e queda do IBOVESPA de 7,61%, com taxas de juros futuros em 39,75% a.a. para inflação quase nula; o presidente do Banco Central, Gustavo Franco, já estava demissionário.⁴¹ No dia seguinte, com fuga de outros US\$ 1,2 bilhão e bolsas paralisadas em “*circuit breaker*”, houve alteração da política cambial para um “sistema de banda com movimento diagonal endógeno” e mididesvalorização de 8,26%.⁴² No dia seguinte, outros US\$ 1,8 bilhão de perda de reservas e novo “*circuit breaker*” na bolsa.

38 <http://www.fazenda.gov.br/noticias/1998/r981113> (Acesso em 3/10/2018).

39 <http://www.fazenda.gov.br/noticias/1998/r981008> (Acesso em 3/10/2018).

40 Folha de São Paulo, 8-11-1998, p. 1. Manchetes: “FMI dita a política de juros no Brasil”.

41 Folha de São Paulo, 13-1-1999, p. 2-4.

42 Folha de São Paulo, 14-1-1999, p. 2-Caderno Especial.

⁴³ No dia seguinte, o governo saiu do mercado de câmbio sem prévio aviso, abandonando a “banda diagonal endógena”. O dólar no paralelo fechou a R\$ 1,90 e o governo tentou tratar a medida como “uma flexibilização da política cambial”.⁴⁴ Na verdade, a partir de então, o governo perdeu o controle da taxa de câmbio, que passou a flutuar ao sabor do nervosismo do mercado.

O ministro da Fazenda, Pedro Malan, e o novo presidente do Banco Central, Francisco Lopes, voaram para Washington para pedir respaldo para a política de câmbio livre e conseguir a antecipação junto ao FMI da segunda parcela do empréstimo, de US\$ 4,5 bilhões.⁴⁵ Em 19 de janeiro, o Banco Central voltou ao mercado de juros no “overnight”, onde não atuava havia mais de um mês, desde 16 de dezembro do ano anterior, puxando a taxa de 29,86% para 32% a.a. Conseguiu colocar no mercado R\$ 1 bilhão em títulos do Tesouro para resgate em 51 semanas à taxa pré-fixada variando entre 39,75% e 40,72% a.a.⁴⁶ A fuga de recursos persistia, mas foi reduzida para a casa da centena de milhões de dólares ao dia, até que, em 26 de janeiro, ocorreu uma saída de US\$ 549 milhões.⁴⁷ Dois dias depois, o Banco Central não conseguiu colocar R\$ 800 milhões, ainda que em títulos cambiais. Os juros futuros para contratos vencíveis em março subiram para incríveis 60% a.a. e boatos de moratória interna espalharam-se.⁴⁸

Até que, em 1º de fevereiro, ocorreu, finalmente, a ansiada primeira queda no preço do dólar.⁴⁹ No dia seguinte, Chico Lopes demitiu-se e Armínio Fraga aceitou o convite para a presidência do Banco Central.⁵⁰ Dois dias depois, Malan divulgou nota conjunta com o vice-diretor gerente do FMI, Stanley Fischer, constando o arcabouço do modelo macroeconômico até hoje utilizado, baseado no tripé: (i) meta de inflação com fixação das taxas de juros para atingi-las; (ii) câmbio flutuante; e (iii) superávit primário suficientemente robusto para manter a dívida pública estabilizada. O compromisso era “reduzir a relação dívida pública/PIB no ano 2000/2001, objetivando atingir, ao final de 2001, nível abaixo de 46,5% do PIB projetado no programa origi-

43 Folha de São Paulo, 15-1-1999, p. 1.

44 <http://www.fazenda.gov.br/noticias/1999/r990113> (Acesso em 4/10/2018).

45 Folha de São Paulo, 17-1-1999, p. 1-1.

46 Folha de São Paulo, 20-1-1999, p. 2-1.

47 Folha de São Paulo, 27-1-1999, p. 1-1.

48 Folha de São Paulo, 29-1-1999, p. 2-11 e 12.

49 Folha de São Paulo, 2-2-1999, p. 1-1.

50 Folha de São Paulo, 3-2-1999, p. 1-1.

nal” e “alcançar resultados fiscais primários superiores àqueles originalmente previstos no programa – na faixa de 3 a 3,5% do PIB em 1999”.^{51 52}

A implementação do novo modelo foi realizada com sucesso, e as previsões catastróficas feitas em caso de abandono da paridade real-dólar não se concretizaram. Foram fixadas as metas de inflação de 8%, 6% e 4% para 1999, 2000 e 2001, com tolerância de mais ou menos 2%.⁵³ O próprio ano de 1999, mesmo com a elevação do dólar, fechou com o IPCA dentro da margem de tolerância, em 8,94%.

O ano de 2000 transcorreu tranquilamente, como numa espécie de lua-de-mel entre o governo, a equipe do FMI, a imprensa e os economistas. Malan, em entrevista realizada em clima de muito otimismo, previu que a relação dívida/PIB chegaria a 46,5% ao final de 2001.⁵⁴ Pela primeira vez, o País conseguiu cumprir suas metas fiscais com o FMI, realizando superávit primário de 3,24% e 3,54% do PIB, em 1999 e 2000, respectivamente.⁵⁵ A taxa de juros Selic caiu continuamente entre março de 1999 e de 2001:

Tabela 7
Taxa de juros Selic

Reunião Copom	Data	Taxa Selic (% a.a.)
33 ^a	04/03/1999	45
33 ^a	ajuste	42
33 ^a	ajuste	39,5
34 ^a	14/04/1999	34
34 ^a	ajuste	32
34 ^a	ajuste	29,5
34 ^a	ajuste	27
35 ^a	19/05/1999	23,5
35 ^a	ajuste	22
36 ^a	23/06/1999	21
37 ^a	28/07/1999	19,5
39 ^a	22/09/1999	19
45 ^a	22/03/2000	19
45 ^a	ajuste	18,5

51 <http://www.fazenda.gov.br/noticias/1999/r990204> (Acesso em 4/10/2018).

52 O sistema de metas de inflação é normatizado pelo Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

53 Resolução nº 2.615, de 30/6/1999.

54 Conjuntura Econômica. V. 54, nº 2. Fev. 2000. p. 20.

55 Conjuntura Econômica. V. 55, nº 3. Mar. 2001. p. 16-18

Reunião Copom	Data	Taxa Selic (% a.a.)
48 ^a	20/06/2000	17,5
48 ^a	ajuste	17
49 ^a	19/07/2000	16,5
54 ^a	20/12/2000	15,75
55 ^a	17/01/2001	15,25
57 ^a	21/03/2001	15,75

Fonte: Copom.

Parecia, de fato, estar em boa trilha o tripé da política econômica (meta de inflação, câmbio flutuante e superávit primário). Porém, os parâmetros macroeconômicos estavam fortemente desalinhados. É comum colocar-se a culpa na Argentina pela reversão das expectativas positivas; outros escolhem como vilão o apagão elétrico. Mas os sinais de desequilíbrio já eram claros antes disso.

Na seara externa, já havia sinais de problemas no balanço de pagamentos de longa data. No início de 2001, a expectativa era de um déficit em transações correntes da ordem de 4,2% do PIB. Nos anos anteriores, o déficit vinha sendo financiado por investimentos diretos, mas já se percebia um “esgotamento do ímpeto privatizante”, ou seja, o estoque de estatais a serem vendidas já havia diminuído bastante. As reservas eram de US\$ 33 bilhões e estavam previstos déficit em conta corrente de US\$ 27 bilhões e amortizações de dívidas de US\$ 39 bilhões, totalizando, portanto, US\$ 66 bilhões de necessidade de financiamento. As entradas por investimentos eram estimadas em US\$ 20-24 bilhões (contra US\$ 29,5 bilhões e US\$ 30,0 bilhões, em 2000 e 1999, respectivamente).⁵⁶ Octávio Barros minimizava o problema, alegando que no momento o sistema era de câmbio flutuante e que as amortizações eram de curto prazo, ligadas ao comércio exterior (“esse tipo de dívida tem rolagem quase garantida”).⁵⁷ Mais para frente, mesmo as previsões mais otimistas prenunciavam déficit em transações correntes de 5% do PIB.⁵⁸

Em relação às contas internas, o otimismo daquele momento também era exagerado. Alberto Furugem fez as contas e verificou que, mesmo com superávit primário de 3% do PIB e crescimento da economia em 4% (hipótese tremendamente otimista), não se conseguiria fazer frente a juros reais

⁵⁶ Conjuntura Econômica. V. 55, nº 3. Mar. 2001. p. 21.

⁵⁷ Conjuntura Econômica. V. 55, nº 5. Mai. 2001. p. 20-22.

⁵⁸ Conjuntura Econômica. V. 55, nº 9. Set. 2001. p. 23.

da ordem de 6-7% do PIB sem um crescimento significativo da dívida. Numa série de artigos, vaticinava o pior:

É interessante notar, de qualquer forma, que analistas, jornalistas e instituições (FMI, por exemplo) tem “comprado” a boa imagem do ajuste fiscal embalada no conceito do “superávit primário”, quando o indicador relevante seria o “déficit” público total (incluídas as despesas com juros). (...) Infelizmente, podemos chegar em 2002, ano da eleição para sucessão presidencial, com questionamentos sobre o crescimento, o custo e o gerenciamento da dívida pública.⁵⁹

No Brasil, [a taxa de juros real] ainda está acima de 10% a.a. (19% a.a. nominal). A prática de juros tão elevados, por tanto tempo, sugere ausência (ou insuficiência) de fundamentos macroeconômicos sólidos. (...) Nos últimos anos, têm sido projetadas reduções da relação dívida pública/PIB e, na prática, tem ocorrido exatamente o oposto: a dívida pública como proporção do PIB saiu de 34,5% em 1997, para 42,7% em 1999, 49,3% em 2000 e poderá ultrapassar 52% este ano.⁶⁰

Sobre a relação dívida pública/PIB temos vivido, nos últimos anos, mais de esperança do que de resultados.⁶¹

Mesmo no início de 2002, quando os dados já indicavam forte desequilíbrio macroeconômico, essa linha de pensamento mais realista ainda era contestada. Fábio Giambiagi, por exemplo, acreditava que um superávit de 3,5% do PIB nos primeiros anos do próximo governo seria suficiente para manter a dívida equilibrada:⁶²

Críticos da política econômica temem que o Brasil possa estar caminhando para um aumento explosivo da relação Dívida Pública/PIB, como ocorreu na Argentina nos últimos anos. Esse temor tem sido exagerado, embora deva ser feita a ressalva de que, para que não se verifique um processo similar no Brasil, é necessário evitar o relaxamento da política fiscal no futuro. (...) Isso significa que no próximo Governo, desde que nos primeiros anos se conserve a meta primária de 3,5% do PIB, não haverá por que temer novos aumentos dessa relação.

59 Conjuntura Econômica. V. 55, nº 6. Jun. 2001. p. 20-21.

60 Conjuntura Econômica. V. 55, nº 10. Out. 2001. p. 16-17.

61 Conjuntura Econômica. V. 56, nº 4. Abr. 2002. p. 31. Em janeiro, a relação Dívida/PIB tinha atingido 55,2%.

62 Conjuntura Econômica. V. 56, nº 1. Jan. 2002. p. 23-25.

O cenário projetado pelo especialista era, no entanto, otimista demais: inflação de 3% a.a.; crescimento da economia de 4% a.a.; senhoriação de 0,2% do PIB; base monetária de 4% do PIB e taxa Selic nominal de 14% a.a.

Na realidade, a explicação dada pelo autor para o forte aumento da dívida entre 2000 e 2001 já indicava a interface problemática entre os desequilíbrios externo e interno. Segundo ele, em 2000, a dívida externa e a dívida interna indexada à moeda estrangeira respondiam por 10% do PIB cada, num total de 20% do PIB. Assim, para cada 10% de desvalorização do real, a dívida pública elevava-se em 2% do PIB. Entre dezembro de 2000 e outubro de 2001, ocorrera uma desvalorização do real de 38% (de R\$ 1,96 para R\$ 2,71 por dólar). Além disso, por substituição de títulos domésticos, já que praticamente só havia demanda por papéis indexados ao dólar, a dívida interna em dólar subiu para 17% do PIB, enquanto a externa ficou nos esperados 12% do PIB.

Esses números mostram a forte sensibilidade da dívida pública frente à flutuação do valor do dólar, cujo preço poderia vir a ser fortemente pressionado em função da situação do balanço de pagamento anteriormente relatada, o que, de fato, ocorreu.

As metas fiscais com o FMI vinham sendo cumpridas entre 1999 e 2001⁶³, mas, no primeiro trimestre de 2002, conforme reconhecido pelo próprio Giambiagi, houve um primeiro deslize, em função de resultados ruins das estatais.⁶⁴ Os C-Bonds, títulos emitidos na renegociação das dívidas com os credores externos, que, nas melhores épocas, chegaram a ser negociados por US\$ 0,80, desabaram para US\$ 0,57.⁶⁵ A dívida líquida do setor público ultrapassou a meta acertada com o FMI (R\$ 725,1 bilhões) e alcançou 750,3 bilhões (58,6% do PIB). Inesperadamente, em julho, o Banco Central reduziu a taxa Selic de 18,5% para 18% a.a.⁶⁶ Posteriormente, alterou a regra de precificação dos títulos de curto prazo, exigindo sua “marcação a mercado” em lugar da valoração pela “curva do título”. O que era para ser um mero ajuste contábil trouxe nervosismo ao mercado e fuga de aplicadores dos fundos de renda fixa. A colocação de títulos longos do governo ficou prejudicada e o Banco Central foi obrigado a trocá-los por LFTs de curto prazo. A dívida

63 Uma outra discussão que se tinha à época era sobre a sustentabilidade dos resultados fiscais obtidos. Criticava-se o fato de que grande parte do ajuste era obtido por meio de aumento de receitas extraordinárias (anistias e parcelamentos envolvendo demandas judiciais tributárias, criação de tributos provisórios, receitas de privatização etc.). Escapa ao objetivo deste artigo aprofundar o tema.

64 Conjuntura Econômica. V. 56, nº 7. Jul. 2002. p. 28-29.

65 Conjuntura Econômica. V. 56, nº 7. Jul. 2002. p. 74.

66 Conjuntura Econômica. V. 56, nº 8. Ago. 2002. p. 74.

líquida do setor público subiu para R\$ 819,4 bilhões (61,9% do PIB).⁶⁷ Os C-Bonds caíram mais ainda, negociados a US\$ 0,49.

O Copom fez uma reunião extraordinária em outubro e elevou, numa só “paulada”, a taxa Selic de 18% para 21% a.a., depois para 22%, em novembro, e, outra “paulada”, para 25%, em dezembro, o que mostra que o Banco Central esteve ao longo do ano de 2002, como diz o mercado, “atrás da curva” (de inflação). Além disso, a autoridade monetária havia iniciado a colocação de “swaps” cambiais, cujo estoque chegou a mais de R\$ 90 bilhões no final do ano. Ao todo, 33,6% da dívida mobiliária interna estava indexada à variação cambial. Em setembro, o governo havia fechado novo acordo com o FMI, envolvendo desembolsos da ordem de US\$ 30,9 bilhões (US\$ 4,5 bilhões sacados ainda em 2002 e o restante com previsão para saque em 2003). As reservas internacionais nominais, no final do ano, estavam em US\$ 37,8 bilhões, mas as reservas líquidas, excluídas dos empréstimos com o FMI, eram de US\$ 14,3 bilhões, pouco mais de metade do que esteve disponível no final do ano anterior, o que mostra a situação externa crítica daquele momento.⁶⁸

Em 22 de outubro, o dólar atingiu a cotação máxima do período, R\$ 3,9544. O IPCA de novembro foi o segundo maior índice desde o início do real, 3,39% (quase 50% anualizados), só perdendo para julho de 1994, mês da introdução da nova moeda. O ano de 2002 fechou com IPCA de 12,53%, estourando em mais de 7 pontos percentuais o teto da meta de inflação. A desvalorização da moeda americana, entre dezembro de 2003 (R\$ 3,62) e de 2002 (R\$ 2,36), foi de 53%, “contratando” uma inflação para 2003 muito acima meta:

Tabela 8
Taxa de inflação mensal anualizada (IPCA) e meta de inflação

mês/ano	2002	2003
meta	3,5% (+/- 2%)	4% (+/- 2,5%)
jan	7,62%	14,47%
fev	7,51%	15,85%
mar	7,75%	16,57%
abr	7,98%	16,77%
mai	7,77%	17,24%
jun	7,66%	16,57%

67 Conjuntura Econômica. V. 56, nº 9. Set. 2002. p. 30-31 e 67.

68 <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2002/rel2002p.pdf> Boletim do Banco Central, Relatório Anual, 2002, p. 42, 49, 52-53, 171, 188. Acesso em 9-10-2018

mês/ano	2002	2003
jul	7,51%	15,43%
ago	7,46%	15,07%
set	7,93%	15,14%
out	8,44%	13,98%
nov	10,93%	11,02%
dez	12,53%	9,30%

Fonte: Compilação IPEADATA (apuração IBGE).

Esse é o cenário em que Lula tomou posse, como se vê, bem menos favorável do que o previsto por análises excessivamente otimistas realizadas à época.

De Dilma para Temer

Por evidente, não serão tratadas como transição de poder as passagens de Lula I → Lula II → Dilma I → Dilma II. Então, treze anos depois dos acontecimentos anteriormente relatados, em maio de 2016, é a vez de Temer chegar ao poder. Ao contrário de Itamar, já chega com ministério e programa prontos. Para descrever a situação econômica que o esperava, é necessário retroceder um pouco mais do que nos outros casos, na realidade, até 2011.

Ao comentar a reunião do Copom de 20 de abril daquele ano, quando foi tomada a decisão de subir a taxa Selic de 11,75% para “apenas” 12%, enquanto o mercado esperava uma elevação de 0,5 ponto percentual, Alberto Furugem, sempre arguto, antecipou o que viria a se tornar a “nova matriz econômica”:

A medida, por um aumento mais moderado dos juros, não teria nada de especial, se o ritmo da inflação estivesse apenas ligeiramente acima do centro da meta de 4,5%. Entretanto, isso não acontecia. Na época, a expectativa dominante era por um (bem próximo) estouro do limite superior da meta (6,5%) (...) Na realidade, o que podemos constatar no governo Dilma Rousseff é a adoção de um novo desenho (e de uma nova estratégia) de política monetária (...) tem-se optado pelo “ajuste gradual” da liquidez, via redução do crescimento do crédito – medidas macroprudenciais – e por aumentos mais moderados da taxa básica de juros. O objetivo seria o de causar o menor impacto possível sobre o ritmo de crescimento das atividades econômicas.⁶⁹

69 Conjuntura Econômica. V. 65, nº 6. Set. 2011. p. 48-50.

Um pouco depois, a ata do Copom que justificou a surpreendente redução da taxa de juros de 12,5% para 12%, mesmo com a inflação acima do limite superior da meta, afirmara fazê-lo com base num prometido ajuste fiscal mais rigoroso do que os já esperados 3% do PIB. A coluna “Ponto de Vista” da Conjuntura Econômica (“A tensa harmonia entre a Fazenda e o Banco Central”) assim comenta esse novo arranjo monetário (mais frouxo) e fiscal (mais forte):

No Brasil, desde a instituição do sistema de metas de inflação em 1999, o regime funcionou com um grau razoável de autonomia, ainda que informal, da autoridade monetária. Os responsáveis pela política fiscal, basicamente o Ministério da Fazenda, falavam pouco sobre a gestão dos juros básicos na economia, e o próprio Banco Central era parcimonioso nos seus comentários sobre as contas públicas. Cada um dos dois braços principais da política econômica cuidava da sua vida e dos seus objetivos, tomando as decisões do outro como dados da realidade. (...) Desde meados de 2010, e mais acentuadamente este ano, houve mudanças nesse arranjo institucional, e ficou claro que se ingressava numa etapa de coordenação mais estreita entre a autoridade fiscal e a monetária. Hoje, o Banco Central pilota um novo ciclo de afrouxamento monetário que tem como um dos pilares o compromisso fiscal do governo com superávits primários um pouco acima de 3% do PIB nos próximos anos. O que torna a concertação mais evidente é o fato de que o novo mix de política econômica tem sido vendido em uníssono pelo Banco Central e pela Fazenda.⁷⁰

Com base na premissa de um ajuste fiscal mais significativo, o Banco Central iniciou um ciclo agressivo de corte nas taxas de juros, a partir de agosto de 2011, interrompido somente em abril de 2013:

Tabela 9
Taxa de juros Selic

Reunião	Data	Taxa Selic (% a.a.)
160 ^a	20/07/2011	12,5
161 ^a	31/08/2011	12
162 ^a	19/10/2011	11,5
163 ^a	30/11/2011	11
164 ^a	18/01/2012	10,5
165 ^a	07/03/2012	9,75

⁷⁰ Conjuntura Econômica. V. 65, nº 10. Out. 2011. p. 10-11.

Reunião	Data	Taxa Selic (% a.a.)
166 ^a	18/04/2012	9
167 ^a	30/05/2012	8,5
168 ^a	11/07/2012	8
169 ^a	29/08/2012	7,5
170 ^a	10/10/2012	7,25
174 ^a	17/04/2013	7,5

Fonte: Copom.

Antes de seguir, registre-se que esse novo experimento macroeconômico não sofreu repúdio unânime e imediato dos comentaristas, que seguiram por um bom tempo senão otimistas, pelo menos curiosos para saber os desdobramentos daquilo que poderia ser o abandono do “samba-de-uma-nota-só” de usar taxas de juros muito altas para combater a inflação, em favor de um auxílio fiscal no controle de preços.⁷¹

Porém, o fato é que o prometido ajuste fiscal não veio. Pelo contrário, o resultado da União foi se reduzindo desde então, até o superávit transmutar-se em déficit primário, situação que até o momento não foi revertida:

Tabela 10
Resultado primário da União (R\$ bilhões)

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
78,7	93,5	88,5	77	-17,2	-114,9	-161,2

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Várias decisões e circunstâncias explicam esse desastroso resultado: frustração do crescimento econômico; redução e congelamento de tarifas públicas e preços administrados (combustíveis, transportes públicos e energia elétrica, com rebote no CDE); benefícios tributários generosos e mal focados (em especial, com a desoneração da folha de pagamentos); aumento de subsídios e subvenções (BNDES, crédito rural etc.), dentre outras.

Aliás, a confusão nas contas fiscais deslocou até mesmo a preferência pelo indicador de solvência da dívida pública:

Recentemente, em parte por causa do forte aumento da dívida bruta, na esteira do ativismo parafiscal (com os empréstimos do Tesouro ao BNDES), o foco do mercado em termos de termô-

⁷¹ Ver, por exemplo, “Ponto de Vista: Já não parece haver dívida: Banco Central acertou em agosto de 2011”, em *Conjuntura Econômica*. V. 66, nº 8. Ago. 2012. p. 10-11, referindo-se à queda de juros para fazer frente ao aprofundamento da crise europeia (bancarrota da Grécia).

*metro da solvência do Brasil passou da dívida líquida para a bruta.*⁷²

Dúvidas sobre a confiabilidade dos números divulgados pelo governo foram levantadas. Já na edição da Conjuntura Econômica de outubro de 2011, por exemplo, são feitos alguns questionamentos sobre a contabilização dos subsídios concedidos no âmbito do programa PSI do BNDES e do Minha Casa Minha Vida.⁷³ A sensação de que artifícios estavam sendo utilizados para melhorar o desempenho fiscal intensificou-se ainda mais quando Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES resgataram títulos públicos de suas carteiras e pagaram ao Tesouro Nacional dividendos complementares e juros sobre capital próprio. Entre janeiro e setembro de 2012, o volume de recursos envolvido responderia por R\$ 18,88 bilhões.⁷⁴ Além desta, operações entre o Fundo Soberano e o BNDES (com ações da Petrobrás) e do BNDESPAR com o Tesouro e deste com a Caixa Econômica Federal (com ações da Petrobrás, Vale e Friboi), levaram especialistas a estimar que 20% do superávit primário seriam explicados por manobras desta natureza.⁷⁵ Em 2013, surgem contestações a respeito da contabilização da cessão onerosa de barris de petróleo da União para a Petrobrás, ocorrida em 2010, envolvendo R\$ 74,8 bilhões.⁷⁶

Outro ingrediente a ser inserido nesse contexto é que a economia esteve numa espécie de pleno emprego por praticamente todo o Dilma I:

Tabela 11
Taxa de desemprego (%)

mês / ano	2011	2012	2013	2014
jan	6	5,5	5,5	4,8
fev	6,3	5,7	5,6	5,1
mar	6,4	6,2	5,7	5
abr	6,4	6	5,8	4,8
mai	6,3	5,8	5,8	4,9
jun	6,2	5,9	6	4,8
jul	6	5,4	5,6	4,9
ago	6	5,3	5,3	5

72 Conjuntura Econômica. V. 68, nº 5. Mai. 2014. p. 7.

73 Conjuntura Econômica. V. 65, nº 10. Out. 2011. p. 8-9.

74 Conjuntura Econômica. V. 66, nº 10. Out. 2012. p. 43.

75 Conjuntura Econômica. V. 67, nº 3. Mar. 2013. p. 6-7.

76 Folha de São Paulo, 12-1-2013. p. B-1.

mês / ano	2011	2012	2013	2014
set	6	5,4	5,4	4,8
out	5,7	5,3	5,2	4,6
nov	5,2	4,9	4,6	4,8
dez	4,7	4,6	4,3	4,3

Fonte: IBGE (compilação IPEADATA)

(Obs.: série descontinuada)

Um pleno emprego *sui generis*, todavia, pois de sofrível qualidade. A taxa de desemprego batia recordes históricos de baixa, mas o nível de atividades não reagia com a série de medidas expansionistas tentadas pelo governo, época pródiga em produzir os chamados “pibinhos”.⁷⁷

Apontavam-se três motivos para a situação anômala do pleno emprego com desaceleração econômica: (i) as empresas mantinham seu quadro de empregados por medo de não conseguir mão-de-obra quando a economia retomasse seu ritmo (“labour hoarding”); (ii) os mais jovens estariam estudando por mais tempo e os mais idosos se aposentando mais cedo, dadas as condições mais favoráveis para o estudo (Pronatec, por exemplo) e melhoria do valor real da aposentadoria; (iii) a rápida absorção pelo setor de serviços do emprego industrial dispensado.⁷⁸ Acrescente-se a esses a liberalidade da legislação do seguro-desemprego, que oferecia ainda mais poder de negociação ao escasso fator trabalho, e a subsequente desoneração da folha de pagamentos, que substituiu a contribuição sobre a folha pela contribuição sobre a receita.

Tal situação levou a uma persistente inflação no setor de serviços (8,97% e 8,75%, em 2011 e 2012, respectivamente), inflexibilidade que explica, em parte, porque a desvalorização do real, um dos pilares da nova política monetária/cambial, não produziu os efeitos benéficos que lhe são próprios. É que os preços relativos internos praticamente não se alteraram. O preço dos bens e serviços “tradables”, elevado pela desvalorização, praticamente não aumentou em relação ao dos bens e serviços “non tradables”, por estes serem mais ligados à prestação de serviços. Além do mercado de trabalho aquecido, a falta de correção do preço dos combustíveis e os estímulos tri-

⁷⁷ Folha de São Paulo, 26-12-2012, p. A-1 e A-11.

⁷⁸ Conjuntura Econômica. V. 66, nº 9. Set. 2012. p. 18.

butários estenderam para o consumo interno de automóveis, eletrodomésticos e outros bens a vantagem tributária da desoneração das exportações.⁷⁹

Mesmo com desvalorização da moeda, o déficit em conta corrente deteriorou-se, atingindo 3,4% do PIB em setembro de 2013, pior resultado em onze anos. A balança comercial passou de positiva a negativa, com a conta petróleo registrando nos sete primeiros meses de 2013 saldo negativo de US\$ 15,4 bilhões.⁸⁰

Pelo lado da política monetária, em grande parte do período, o Banco Central atuou “no limite da irresponsabilidade”. Meio que desconsiderando resultados intermediários, evitou-se “estourar” o limite máximo da meta, em dezembro de cada ano (4,5% + 2% = 6,5% a.a.), o que era, pelo menos formalmente, a regra a ser cumprida de acordo com o art. 4º do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Nesses termos, formais, a meta não foi desatendida durante todo o Dilma I, e só veio a estourar em 2015:

Tabela 12
Taxa de inflação anualizada (IPCA) (%)

Ano / Mês	2011	2012	2013	2014	2015
jan	5,99%	6,22%	6,15%	5,59%	7,14%
fev	6,01%	5,85%	6,31%	5,68%	7,70%
mar	6,30%	5,24%	6,59%	6,15%	8,13%
abr	6,51%	5,10%	6,49%	6,28%	8,17%
maí	6,55%	4,99%	6,50%	6,38%	8,47%
jun	6,71%	4,92%	6,70%	6,52%	8,89%
jul	6,87%	5,20%	6,27%	6,50%	9,56%
ago	7,23%	5,24%	6,09%	6,51%	9,53%
set	7,31%	5,28%	5,86%	6,75%	9,49%
out	6,97%	5,45%	5,84%	6,59%	9,93%
nov	6,64%	5,53%	5,77%	6,56%	10,48%
dez	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%

Fonte: Compilação IPEADATA (apuração IBGE).

Em abril de 2013, finalmente, o Banco Central rompeu o ciclo de redução da taxa de juros, iniciando um processo gradual de aperto monetário:

79 Conjuntura Econômica. V. 67, nº 3. Mar. 2013. p. 6-7; Conjuntura Econômica. V. 68, nº 1. Jan. 2014. P. 6-8

80 Folha de São Paulo, 24-8-2013. p. B-7.

Tabela 13
Taxa de juros Selic

Reunião	Data	Taxa Selic (% a.a.)
173 ^a	06/03/2013	7,25
174 ^a	17/04/2013	7,5
175 ^a	29/05/2013	8
176 ^a	10/07/2013	8,5
177 ^a	28/08/2013	9
178 ^a	09/10/2013	9,5
179 ^a	27/11/2013	10
180 ^a	15/01/2014	10,5
181 ^a	26/02/2014	10,75
182 ^a	02/04/2014	11
186 ^a	29/10/2014	11,25
187 ^a	03/12/2014	11,75
188 ^a	21/01/2015	12,25
189 ^a	04/03/2015	12,75
190 ^a	29/04/2015	13,25
191 ^a	03/06/2015	13,75
192 ^a	29/07/2015	14,25

Fonte: Copom.

Tal reversão veio acompanhada da desoneração tributária da cesta básica, medida orçada em R\$ 7,4 bilhões. O governo esperava o repasse do benefício para os consumidores, com redução de 9,25% no preço de produtos como carnes, café, manteiga e óleo de cozinha, e de 12,5% no de pasta de dentes e sabonete.⁸¹ Evidentemente, tal expectativa não se verificou, até porque concessão de benefício tributário não é medida eficaz para combate à inflação.

Talvez o Banco Central tenha perdido a batalha das expectativas bem antes dos fatos retro descritos. Alexandre Schwartzman, com sua peculiar acidez, registrou esse sentimento da seguinte forma:

Na semana passada, o Banco Central, seguindo os rituais associados ao nosso finado regime de metas para a inflação, divulgou seu Relatório de Inflação, publicação trimestral que, em outros tempos, foi o principal canal de comunicação da autoridade monetária com o público. (...) Nos dias de hoje, as previsões do BC

81 Folha de São Paulo, 9-3-2013. p. A-1 e B-1.

*atraem bem menos a atenção. (...) Pode ser, porém, que a menor atenção devotada às previsões do Banco Central reflita também ceticismo sobre a qualidade desse número, que tipicamente tem se mostrado muito mais otimista do que a Poliana que escreve estas mal traçadas linhas. De fato, em dezembro de 2009, o BC previu que a inflação de 2010 atingiria 4,6%: o número final foi 5,9%. Em 2010, a previsão oficial para 2011 indicava 5%, mas a inflação bateu 6,5%, o teto exato do intervalo de tolerância. Apesar disso, em dezembro daquele ano, o BC redobrou a aposta e prometeu a convergência para a meta, cravando 4,7% para a inflação de 2012, que tudo indica deverá ficar mesmo na casa de 5,8%, como adiantado pelo IPCA-15. Em três anos consecutivos, pois, o BC errou por mais de um ponto percentual de diferença (o erro médio é de 1,3 ponto percentual). Diga-se, porém, que errar a previsão não é, a princípio, nenhuma grande vergonha. (...) Na prática, porém, o que se observa são erros para um lado só: a subestimação sistemática da inflação. (...) A triste verdade é que o Banco Central perdeu o controle do processo inflacionário ao perder as rédeas das expectativas.*⁸²

Essa descrença na atuação do Banco Central estendeu-se ao modelo macroeconômico como um todo. À medida que os resultados não apareciam, a “nova matriz econômica” foi tornada a “Geni” do momento, como descrito na coluna Ponto de Vista (“Ascensão e queda da nova matriz econômica”):

A nova matriz econômica, apresentada com pompa e circunstância pelo ministro Guido Mantega e pela equipe econômica no início do governo da presidente Dilma Rousseff, tornou-se a “Geni” do momento político brasileiro. Todos batem na nova matriz, e ninguém a defende. (...) Os juros reais foram de fato vigorosamente derrubados, aproveitando-se a combinação de desaceleração no Brasil e a permanência do baixo crescimento no mundo rico no período pós-crise global. A dose, porém, pode ter sido excessiva, já que a inflação trafega mais próxima do teto do que do centro da meta há alguns anos. Já no câmbio, a tentativa de desvalorizar a taxa nominal acabou por piorar o cenário inflacionário no segundo semestre de 2012, um fato que foi realçado algumas vezes pelo próprio Banco Central. A enxurrada de crédito pelo circuito Tesouro-BNDES-empresas e a agressiva política de desonerações setoriais não levaram nem a um aumento expressivo da taxa de

82 Folha de São Paulo, 26-12-2012, p. A-16.

investimentos nem à volta do crescimento da era Lula. Num balanço geral, o lançamento da nova matriz econômica foi seguido por uma fase de baixo crescimento e alta inflação, em que apenas o mercado de trabalho ainda aquecido desponta como aspecto positivo. Não é de estranhar, portanto, que a mudança da política econômica empreendida por Dilma no início do seu mandato tenha se transformado numa órfã política.⁸³

Como o novo ciclo de aumento de juros não surtia efeitos, estabeleceu-se o debate sobre se essa guinada na política econômica era ineficaz por estar o País sob o fenômeno da “dominância fiscal”, situação em que a autoridade monetária perde o controle dos preços e a trajetória da inflação passa a ser ditada mais pelos aspectos fiscais do que pelos monetários. Nesse caso, a elevação da taxa de juros torna-se inútil ou até contraprodutiva, pois deteriora ainda mais os orçamentos.⁸⁴

Bem, o fato é que, a partir de 2015, ocorreu a reversão radical da nova matriz econômica. O governo remeteu ao Congresso Nacional um projeto de lei orçamentária com déficit primário de R\$ 30,5 bilhões, iniciativa inédita, qualificada como “realista” e “transparente” pelo ministro do Planejamento, Nelson Barbosa, mas recebida com desconforto pelo ministro da Fazenda, Joaquim Levy. E pelo mercado.⁸⁵

Samuel Pessôa, no artigo “O lado bom do desastroso segundo mandato de Dilma Rousseff”, descreveu essa guinada e fez um inventário do breve Dilma II: as taxas de juros Selic e a TJLP haviam subido para níveis adequados; os preços da eletricidade foram ajustados, e o subsídio via CDE, eliminado; a taxa de câmbio e os preços dos combustíveis tinham sido realinhados; foi decretado o maior contingenciamento orçamentário da história, com redução nominal dos gastos discricionários; os juros do PSI haviam subido dois pontos percentuais e, posteriormente, o programa foi encerrado. Dessa forma, “o governo Dilma no seu segundo mandato fez quase tudo o que não dependia do Congresso Nacional”. Até mesmo no Parlamento, o governo havia conseguido algumas vitórias importantes: endurecimento na legislação do seguro-desemprego, da pensão por morte, do abono salarial, do seguro-defeso e do auxílio-doença, além da reoneração, ainda que parcial, da folha de pagamentos.⁸⁶

83 Conjuntura Econômica. V. 67, nº 11. Nov. 2013. p. 10-11.

84 V. Conjuntura Econômica. V. 69, nº 10. Out. 2015. p. 12-13. Conjuntura Econômica. V. 69, nº 11. Nov. 2015. P. 8-10.

85 Folha de São Paulo, 1º-9-2015. p. A-1 e A-7.

86 Conjuntura Econômica. V. 70, nº 6. Jun. 2016. p. 12-13.

Sobreveio, então, o afastamento da presidente. Temer, em maio de 2016, assumiu com o IPCA em 9,32%, índice que havia fechado o ano de 2015 com estouro da meta em mais de seis pontos percentuais (10,67%). Dez dias depois da posse, a nova equipe econômica, Henrique Meirelles (Fazenda) e Romero Jucá (Planejamento), elevou a previsão do rombo em 2016 de R\$ 97 bilhões para R\$ 170,5 bilhões, com aumento de R\$ 66 bilhões de despesas, incluindo R\$ 21 bilhões que haviam sido contingenciados na gestão anterior.⁸⁷ No mercado de trabalho inverteu-se o “problema” do Dilma I: a taxa de desocupação da PNAD contínua – novo índice com metodologia diversa da taxa de desemprego – foi de 11,2% no mês da posse, quatro pontos percentuais superior à média dos anos 2012-2014 (7,1%). O PIB experimentou dois recuos anuais seguidos: queda de 3,46% em 2016, após decréscimo de 3,55% em 2015.

No “front” externo, houve um breve momento em que parecia que também haveria problemas. Nos primeiros sete meses de 2013, a balança comercial quebrou um recorde negativo: déficit de US\$ 4,98 bilhões.⁸⁸ Entre 2013 e 2014, o déficit médio em transações correntes subiu de 3,59% para 4,14% do PIB (US\$ 104,2 bilhões em dezembro de 2014), volume alarmante para uma economia em retração. Porém, em 2015, essa situação reverteu-se: o déficit do 1º semestre deste ano reduziu-se em 23,4% em relação ao do mesmo período do ano anterior, a balança comercial reverteu o resultado negativo e os gastos com viagens internacionais caíram mais de 21%.⁸⁹ Em maio, mês da posse provisória, o déficit em transações correntes nos últimos doze meses era de apenas 1,65% do PIB e, na posse definitiva, em agosto, de 1,44% do PIB. Junte-se a isso as confortáveis reservas internacionais de US\$ 363,4 bilhões e US\$ 369,5 bilhões verificadas nos referidos meses, o que permite afirmar que, pelo menos dessa vez, não houve problemas de monta em relação ao setor externo, mas, como visto, no setor interno havia muitos desequilíbrios, em especial, nas contas públicas deficitárias e na economia praticamente parada.

De Temer para Bolsonaro

O que espera o novo presidente?

Como mencionado anteriormente, quando há real alternância de poder no governo federal é porque a situação não está boa. De fato, aguarda o novo presidente um déficit fiscal de magnitude expressiva. A LDO-2019 (Lei nº 13.707,

⁸⁷ Folha de São Paulo, 21-5-2016. p. A-1 e A-22.

⁸⁸ Conjuntura Econômica. V. 67, nº 8. Ago. 2013.

⁸⁹ Conjuntura Econômica. V. 69, nº 8. Ago. 2015. p. 32.

de 14 de agosto de 2018) estima o déficit primário do setor público em R\$ 132 bilhões, sendo que os orçamentos federais são os realmente deficitários (R\$ 142,5 bilhões), enquanto estados, Distrito Federal e municípios realizarão superávit primário de R\$ 10,5 bilhões. Caso confirmada a previsão de um PIB de R\$ 7.436,7 bilhões para 2019⁹⁰, o déficit primário do setor público representaria 1,8% do PIB, o que normalmente seria uma tragédia para o governo entrante. Ocorre que, no caso presente, há algumas circunstâncias atenuantes.

Primeiro, estabeleceu-se a (péssima) prática de fixação de metas fiscais bastante frouxas, porque o governante não quer correr o risco de eventual processo de impeachment por descumprimento de regras orçamentárias, situação jurídico-orçamentária que deu margem à queda do governo Dilma. Antes desse evento, a conduta esperada de um governo responsável era estabelecer metas fiscais bem apertadas, pelo menos no início do exercício, e buscar atingi-las, ou, em função das circunstâncias, se necessário, calibrá-las ao longo do ano por meio de alteração na LDO. Atualmente, não se quer correr riscos. Já se joga a meta lá para cima, o que causa dois problemas: (i) os orçamentos apontam uma situação fiscal do País pior do que a real; e (ii) uma vez orçada a despesa, quando “sobra dinheiro”, é difícil resistir à pressão por gastá-lo.

Em setembro de 2018, por exemplo, o governo constatou uma folga de R\$ 8,22 bilhões em relação à meta de déficit primário de R\$ 159 bilhões (R\$ 3,92 bilhões foram arrecadados a mais; R\$ 4,29 bilhões, gastos a menos). Dessa sobra, foram autorizados dispêndios adicionais de R\$ 4,12 bilhões; os R\$ 4,10 bilhões remanescentes somente continuaram contingenciados para evitar desatendimento à Emenda Constitucional nº 95/2016 (teto de gastos).⁹¹ Da mesma forma, espera-se que o governo Temer tenha deixado para seu sucessor alguma “gordura” orçamentária no PLOA-2019.

Segundo, embora o resultado primário seja deficitário, quando se analisa o panorama fiscal como um todo, há uma janela de oportunidade que não pode ser perdida. Isso porque as expectativas inflacionárias estão ancoradas abaixo do centro da meta. O boletim Focus, que erra muito, mas é o “termômetro oficial” para medir expectativas, estima a inflação para 2019 em 4,22%.⁹² A persistir essa situação, com a fixação da taxa Selic em patamares próximos dos atuais 6,5% a.a., o déficit nominal torna-se menos assustador. É verdade que o referido Boletim projeta uma taxa Selic de

90 Conforme apresentação do PLOA-2019. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/apresentacoes/2018/apresentacao-ploa-2019-agosto.pdf> (Acesso em 24/10/2018).

91 Apresentação do Boletim de Avaliação do 4º bimestre 2018. Disponível em: file:///C:/Users/P_6719/Downloads/180921_Apresentacao_Avaliacao_Setembro.pdf (Acesso em 25/10/2018).

92 Boletim Focus de 18 de outubro de 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20181019.pdf> (Acesso em 24/10/2018).

8%, mas, mesmo que essa elevação ocorra (o que, em tese, só acontecerá se houver alguma alteração significativa nas expectativas inflacionárias), se a taxa de juros real se mantiver no patamar atual de 2% ou 2,5% a.a., a mera realização do crescimento projetado para o PIB em 2019 (2,49%) contrabalançará o impacto dos juros reais sobre a dívida pública, que será aumentada basicamente apenas pelo resultado primário negativo. A rigor, aritmeticamente, a relação dívida bruta/PIB encontraria trajetória de equilíbrio em caso de crescimento da economia mais robusto (algo acima de 3,8/4,3% a.a., dependendo da taxa de juros real), mesmo com a permanência de um déficit primário no nível esperado para 2019.⁹³

Ressalte-se, no entanto, que não se está a pregar a manutenção desse incômodo vermelho nas contas fiscais. Pelo contrário, quanto mais rápida a inversão de sinais, melhor. Apenas merece registro que não está no horizonte de ninguém uma reversão rápida em direção da realização de superávits primários pelo governo federal. O próprio Boletim Focus, por exemplo, trabalha com déficits primários negativos por todo o período de 2019 (1,5% do PIB), 2020 (0,86% do PIB) e 2021 (0,22% do PIB).

Até mesmo o inexorável desatendimento à chamada “regra de ouro” encontra-se com solução bem encaminhada por meio da aprovação de um orçamento com despesas importantíssimas condicionadas à aprovação de créditos suplementares. Difícil imaginar que o novo presidente não consiga aprovar essa solução paliativa ou talvez até mesmo uma alternativa mais duradoura, alterando o art. 167, III, da Constituição Federal.

Fora a questão fiscal, não se vislumbram outros desequilíbrios consideráveis naquilo que dependa do governo federal. Como mencionado, as expectativas inflacionárias estão muito bem-comportadas e as tarifas e preços públicos não estão atrasados.

Na seara internacional, o Banco Central projeta déficit em transações correntes de US\$ 34,1 bilhões ao final do ano de 2019 (1,7% do PIB)⁹⁴, perfeitamente gerenciável, especialmente com reservas internacionais da ordem de US\$ 380 bilhões.⁹⁵ É verdade que uma retomada mais robusta da economia pode trazer alguma pressão no setor externo, mas ainda estamos muito longe

93 Isso sem levar em conta eventual efeito positivo de segunda ordem relativo à elasticidade receita tributária/PIB maior do que um, até porque há especialistas menos seguros quanto a reflexos do crescimento do PIB sobre as receitas fiscais. Análise da Instituição Fiscal Independente (IFI), por exemplo, aponta correlação maior entre estas e a absorção interna (consumo das famílias, do governo e investimentos) do que com o PIB propriamente dito. Ver: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/RAF3_Final_Sensibilidadedasreceitasfiscais.pdf (Acesso em 24/10/2018)

94 <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/09/ri201809b4p.pdf> (Acesso em 25/10/2018)

95 <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarSeries&series=13621> (Acesso em 25/10/2018)

de rombos de 4% ou 5% do PIB que assombraram algumas transições, até mesmo no passado recente, como a de FHC para Lula.

A dívida externa pública, na prática, desapareceu e a estrutura da dívida interna também parece bastante favorável. Segundo os dados de agosto de 2018, apenas 16,2% dos títulos federais colocados em mercado venciam no prazo de doze meses; em dezembro de 2003, por exemplo, esse percentual era mais do que o dobro do atual (33,4%). Atualmente, quase metade dos títulos (47,9%) são prefixados ou têm remuneração atrelada ao IPCA. Em dezembro de 2002, por exemplo, apenas 13,4% dos títulos federais tinham essas características, 33,5% estavam indexados à taxa de câmbio e 41,9% à taxa Selic, situação tremendamente desconfortável pela exposição às intempéries internacionais (“papéis-câmbio”) e pela ineficácia da política monetária pelo efeito-riqueza e impacto fiscal imediato em caso de choque de juros (“papéis-Selic”).⁹⁶

É verdade que há duas preocupações relevantes, menos relacionadas ao financiamento propriamente dito do Tesouro Nacional e mais ligadas à higidez da política monetária do Banco Central. São as operações compromissadas, contraface do carregamento das reservas internacionais, no montante de R\$ 1.164 bilhões, e as operações de “swap” cambial, utilizadas para amortecer variações da taxa de câmbio, no valor de R\$ 274 bilhões.⁹⁷ Estas últimas diminuirão naturalmente à medida que o câmbio se estabilize em algum novo patamar, pós-eleição. Já com as operações compromissadas, o problema (se isso é um problema) é mais estrutural.⁹⁸ O modelo macroeconômico exige o recolhimento dos reais usados na aquisição de moeda estrangeira pelo Banco Central para, assim, manter a taxa Selic no patamar fixado pelo Copom. É esse tipo de operação que dá margem à crítica quanto ao custo fiscal do carregamento das reservas internacionais: enquanto a rentabilidade da aplicação das reservas internacionais é dada pela taxa de juros internacional (mais a desvalorização do real), as compromissadas pagam taxa Selic (que basicamente é inflação mais taxa interna de juros reais).

A questão é relevante, resalte-se. Mas até nesse ponto o cenário já foi bem pior, pois a diferença entre as taxas de juros externas e internas já foram bem mais expressivas. Temer assumiu com taxa de juros norte-americana

96 <https://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/seriehist/DLSPDivMobFed.asp> (Acesso em 26/10/2018).

97 <https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehist/DLSPComposicao.asp> (Acesso em 26-10-2018).

98 ara uma discussão mais aprofundada sobre operações compromissadas, ver PELLEGRINI Josué Alfredo. “As operações compromissadas do Banco Central”. Instituição Fiscal Independente, Estudo Especial, Outubro 2017, nº 3. Disponível em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf (Acesso em 30-10-2018).

anual em 0,5% e taxa Selic em 14,5%; no momento, a taxa norte-americana está em 2,25% e a nossa, nos módicos já mencionados 6,5%.⁹⁹

Aliás, as taxas externas parecem entrar em um viés de alta, especialmente depois do pacote fiscal expansionista do presidente Trump, implementado em época de virtual pleno emprego por lá. Essa confluência de fatores exigirá, em algum momento, algum aperto monetário para reequilibrar a economia norte-americana. Enquanto isso, internamente, desde que a nova equipe econômica não perca as rédeas das expectativas, as taxas de juros poderão continuar em patamares bem mais baixos do que no passado.

Como se vê, não espera o novo governo nenhum “mar-de-rosas”, mas comparem-se as condições econômicas em que se deram as demais transições de poder e a conclusão inevitável é a de que a posse do novo presidente deu-se em situação muito mais favorável.

Considerações finais

O presente artigo buscou demonstrar que as condições econômicas em que se deu a transmissão de poder para o presidente Bolsonaro serão as mais amenas desde 1985, quando se iniciou a transição democrática.

No período inflacionário, Figueiredo entregou o governo em frangalhos a um atônito Sarney, com inflação altíssima e crescente, contas públicas completamente desorganizadas e bancarrota internacional. Sarney passou o bastão para Collor com o País em situação pior ainda, à beira da hiperinflação, sem reservas internacionais nem algo que remotamente se assemelhasse a uma moeda doméstica. Desperdiçada a “bala-de-prata” do confisco, Itamar recebeu o poder igualmente sem dólares e sob virtual desobediência civil tributária, mas foi capaz de fazer cessar a inflação e pôr fim ao mecanismo que ajustava automaticamente as contas públicas. Fernando Henrique entregou o governo a Lula com reservas escassas, dólar descontrolado, inflação em alta e superávit fiscal insuficiente para equilibrar a trajetória de crescimento da dívida pública. Temer ascende ao poder com o País com inflação alta, déficit primário e ineficácia da política monetária sugerindo a ocorrência de um processo de dominância fiscal, que, ao fim e ao cabo, não se verificou.

Para a chegada de Bolsonaro não faltam dólares, alguns até dizem que os há em excesso (melhor não cair nessa, Sr. Presidente, até porque pode vir por aí um “tranco” de juros do FED); inflação na meta e expectativas futuras ancoradas com uma taxa Selic mixuruca de um dígito; dívida pública alta, é verdade, mas com indexadores e prazos de vencimento bem confortáveis; balanço de pagamentos perfeitamente administrável, embora, como

⁹⁹ <https://www.thebalance.com/fed-funds-rate-history-highs-lows-3306135> (Acesso em 9-11-2018).

sempre, alguns cuidados sejam necessários (evitar arroubos na política externa é um deles, pois podem comprometer exportações e investimentos externos). Resta, é claro, a penosa questão fiscal, o que não é pouca coisa. Mas, como mostrado neste texto, há uma inesperada folga vinda dos juros em patamares incomumente baixos (e sem artifícios).

Espera-se também ter mostrado que a conquista da estabilidade econômica do País é um processo e vem sendo construída ao longo dos últimos trinta e três anos. Embora não seja uma evolução perfeitamente linear, a descrição das transições de poder mostra que, grosso modo, as condições econômicas vieram melhorando ao longo de todo o período, sempre sob as regras do Estado Democrático de Direito. Há no ar uma saudade de um tempo que, na realidade, nunca existiu; o binômio ordem/autoritarismo não convive bem. Muito pelo contrário, a quebra das regras democráticas pode até, pelo uso da força bruta, oferecer um pequeno momento de suposta organização, mas isso inexoravelmente degradingola, implode na falta do oxigênio que brota da livre circulação de ideias, da influência dessas sobre as urnas e, por conseguinte, sobre as votações livres no Poder Legislativo.

Abreviaturas:

Befiex: Benefícios Fiscais a Programas Especiais de Exportação
BID: Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIRD: Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento
BM&F: Bolsa de Mercadorias e Futuros
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPAR: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações S/A
BTN-F: Bônus do Tesouro Nacional - Fiscal
Camex: Câmara de Comércio Exterior
CDE: Conta de Desenvolvimento Energético
CMN: Conselho Monetário Nacional
Cofins: Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom: Comitê de Política Monetária
DRE: Desvinculação de Receitas dos Estados
DRM: Desvinculação de Receitas dos Municípios
DRU: Desvinculação de Receitas da União
Finex: Fundo de Financiamento de Exportação
Finsocial: Fundo de Investimento Social
FEF: Fundo de Estabilização Fiscal
FMI: Fundo Monetário Internacional
Ibovespa: índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IGP-DI: Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPMF: Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras
LDO: Lei de Diretrizes Orçamentárias

LFT: Letras Financeiras do Tesouro
LOA: Lei Orçamentária Anual
LTN: Letras do Tesouro Nacional
ORTN: Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
OTN: Obrigações do Tesouro Nacional
PIB: Produto Interno Bruto
Proagro: Programa de Garantia da Atividade Agropecuária
Proálcool: Programa Nacional do Alcool
PSI: Programa de Sustentação do Investimento
Secex: Secretaria de Comércio Exterior

Referências

ABREU, Marcelo de Paiva & Rogério L. F. WERNECK. **Estabilização, abertura e privatização, 1990-1994.** In **A ordem do progresso: Dois séculos de política econômica no Brasil.** Marcelo Paiva Abreu (Org.). 2ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

BERTI, Silvia Fernanda. **O Brasil e o FMI nas décadas de 80 e 90: Uma síntese das negociações.** Monografia. Instituto de Economia - Universidade Estadual de Campinas. Orientador: Prof. Dr. Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz. Campinas, 1999.

CARNEIRO, Dias Dionísio & MODIANO, Eduardo Marco. **Ajuste externo e desequilíbrio interno.** In **A ordem do progresso: Dois séculos de política econômica no Brasil.** Marcelo Paiva Abreu (Org.). 2ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. P. 270.

CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. **Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta.** Nova Economia, Belo Horizonte, v. 5, nº 1, ago. 1995. P. 135-137.

CYPRIANO, Marcelo Petersen. **Relações entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional. Evolução institucional. Separação de contas. Troca de passivos.** Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas - 1994. http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/285771/1/Cypriano_MarceloPetersen_M.pdf (Acesso em 14/9/2018).

MODIANO, Eduardo Marco. A ópera dos três cruzados, 1985-1990. In **A ordem do progresso: Dois séculos de política econômica no Brasil.**