



A GESTÃO MACROECONÔMICA DO GOVERNO DILMA (2011 E 2012)*

RAFAEL FAGUNDES CAGNIN

DANIELA MAGALHÃES PRATES

MARIA CRISTINA P. DE FREITAS

LUÍS FERNANDO NOVAIS

RESUMO

O artigo identifica e analisa o desempenho de três períodos da gestão da política macroeconômica durante os dois primeiros anos do governo Dilma (2011 e 2012). No primeiro, que abarca o primeiro semestre de 2011, as políticas monetária e fiscal tiveram um caráter restritivo, no intuito de arrefecer a atividade econômica e, assim, conter a aceleração inflacionária observada naquele momento. O contexto do segundo, que se inicia em agosto de 2011 e termina em junho de 2012, foi condicionado pelo aprofundamento da crise da área do euro. O terceiro, que compreende o segundo semestre de 2012, foi marcado pelo aprofundamento da desaceleração da atividade econômica.

PALAVRAS-CHAVE: *Governo Dilma Rousseff (2011-2012); gestão macroeconômica; inflação; atividade econômica.*

ABSTRACT

The article identifies and analyzes the performance of three phases of the management of macroeconomic policy during the first two years of Dilma Rousseff's administration (2011 and 2012). The first, comprising the first semester of 2011, is characterized by a restrictive monetary and fiscal policy, in the intent of producing economic downturn and controlling a inflation. The second period was largely conditioned by the eurozone crisis. The third, comprising the second semester of 2012, was characterized by the deepening of the economic downturn.

KEYWORDS: *Dilma Rousseff's administration, 2011-2012; macroeconomic policies; inflation; economic activity.*

[*] Este artigo consiste em uma versão atualizada de trabalhos anteriores desenvolvidos no âmbito do Grupo de Economia da Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo (Fundap/SP) ("Regime de política macroeconômica no governo Dilma". *Boletim de Economia da Fundap*, nº 7, set. 2011. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/pdf/Boletim_de_Economia%207_Conjuntura_Economica_Regime_de_Politica_Macroeconomica_no_Governo_Dilma.pdf>; e "Balanço do regime de política macroeconômica do governo Dilma". *Boletim de Economia da Fundap*, nº 17, ago. 2012. Disponível em <<http://novo.fundap.sp.gov.br/ar>

O governo Dilma manteve o regime de política macroeconômica¹ ancorado nas metas de inflação e de superávit fiscal primário e na flutuação (suja) da taxa de câmbio. Não obstante, mudanças importantes introduzidas na gestão desse regime o tornaram mais flexível. A obtenção de taxas mais elevadas de crescimento econômico (com destaque para a recuperação da indústria) passou a ocupar uma posição central entre os objetivos dessa política em 2011 e 2012. Além disso, houve uma ampliação da gama de instrumentos utilizados, que não se limitaram aos instrumentos convencionais das políticas monetária, fiscal e cambial. E, por fim, a melhor coordenação entre as autoridades econômicas, em especial entre o Ministério da Fazenda e o Banco Central do Brasil (BCB), possibilitou uma maior convergência dos objetivos e, consequentemente, uma maior eficácia do conjunto de políticas implementadas.

Entre 2011 e 2012, podem ser identificados três períodos distintos na orientação da política macroeconômica do governo Dilma. No primeiro período, que abarca o primeiro semestre de 2011, as políticas monetária e fiscal tiveram um caráter restritivo, no intuito de arrefecer a atividade econômica e, assim, conter a aceleração inflacionária observada naquele momento. A diretriz de política do novo governo alinhou-se, então, às iniciativas adotadas no final do governo Lula², tais como as medidas macroprudenciais no mercado de crédito de dezembro de 2010, que procuravam reduzir os riscos associados à forte expansão dos empréstimos com recursos livres às famílias, mas que também contribuíram para a desaceleração da demanda. Nesse período, novas medidas macroprudenciais no mercado de câmbio e controles de capitais foram adotados no sentido de conter a tendência de apreciação do real, resultante do maior diferencial entre os juros internos e externos.

O contexto do segundo período, que se inicia em agosto de 2011 e termina em junho de 2012, foi condicionado pelo aprofundamento da crise da área do euro³. Diante da acentuada desaceleração da atividade econômica, o governo adotou medidas anticíclicas, embora menos intensas que aquelas tomadas em 2008/09: redução da taxa básica de juros, estímulos creditícios e desoneração tributária. A deterioração do cenário externo e a desaceleração da inflação abriram caminho para a reorientação dos objetivos da política econômica para priorizar a diminuição do diferencial entre a taxa básica de juros brasileira (Selic) e as taxas de juros internacionais. Em contrapartida, para garantir estabilidade monetária com taxas de juros mais baixas e taxa de câmbio competitiva para o setor industrial, o governo anunciou uma contenção adicional de gastos públicos, reforçando seu compromisso com a austeridade fiscal, e ampliou os controles de capitais diante do receio de uma nova enxurrada de capitais externos após a expansão de liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE), em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012.

Esse conjunto de medidas, todavia, não gerou estímulos suficientes para reativar o nível de atividade e o investimento produtivo. O terceiro período, que compreende o segundo semestre de 2012, foi marcado, então, pelo aprofundamento da desaceleração da atividade econômica. Com o objetivo de estimular a economia, além da redução da meta da taxa básica Selic, os bancos públicos agiram novamente de forma anticíclica (à semelhança do observado em 2008 e 2009), mitigando o efeito negativo sobre a oferta de crédito da perda de ritmo do crédito concedido pelos bancos privados e assegurando que as reduções da taxa básica de juros atingissem os tomadores finais.

Combinadas a essas medidas, formas mais diretas de atuação sobre a demanda com a flexibilização da política fiscal foram adotadas

quivos/pdf/BOLETIM__17__agosto__2012__completo.pdf>), com a colaboração de Júlio S. Gomes de Almeida, Geraldo Biasoto Júnior e Marina Sequetto. Os autores agradecem ainda os comentários de Bruno M. De Conti (Unicamp) e de Carlos Eduardo G. Cavalcanti (Fundap/SP), assumindo, como de praxe, a total responsabilidade por possíveis erros e omissões dessa versão. Foram utilizadas informações disponíveis até o mês de setembro de 2013.

[1] O conceito de “regime de política macroeconômica” refere-se aos objetivos e metas da política macroeconômica, bem como aos instrumentos utilizados para o alcance desses objetivos, que incluem tanto as políticas monetária e creditícia, cambial e fiscal, como os instrumentos de regulação financeira (no caso do período analisado, medidas de regulação financeira prudencial, controles de capitais e regulação dos derivativos cambiais). Contudo, mesmo utilizando um amplo leque de instrumentos (além das três políticas macroeconômicas convencionais), que ampliam o raio de manobra da gestão macroeconômica, esse regime pode não atingir os objetivos almejados.

[2] Sobre as medidas de natureza macroprudencial de controle do crédito a pessoas físicas, ver Fundap. “Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e de câmbio”. *Boletim de Economia da Fundap*, nº 3, abr. 2011. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/pdf/Bol3_CE_Intervencoes_macroprudenciais_no_mercado_de_credito_cambio.pdf>.

[3] Ver, por exemplo, Freitas, Maria Cristina Penido. “A crise na área do euro”. *Boletim de Economia da Fundap*, nº 10, dez. 2011. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_10_Setorial_A_crise_na_area_do_euro.pdf>.

pelo governo. A estratégia foi a adoção de pacotes de compras governamentais e de investimentos públicos, que compõem uma política fiscal de estímulo ao crescimento econômico de caráter mais ativo e direto em comparação com a desoneração tributária que até então vinha sendo privilegiada. No caso do investimento, o estímulo extra ocorreu por meio do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que passou a cobrar, até dezembro de 2012, juros negativos na aquisição de máquinas e equipamentos.

O processo de aceleração inflacionária, que teve início no final de 2012 e se estendeu pelo primeiro semestre de 2013, associado ao resultado decepcionante do crescimento econômico de 2012, explicitou os dilemas do regime de política macroeconômica e os limites da própria estratégia de flexibilização, que caracterizou o primeiro biênio do governo Dilma. O combate à inflação, que havia cedido espaço para a busca de um crescimento econômico mais acelerado, voltou a ocupar o topo das prioridades do governo em 2013. Assim, diante da manutenção da política de metas de inflação, a autoridade monetária acabou respondendo às pressões inflacionárias, levando ao início de uma nova fase de elevação da taxa básica de juros.

Além desta introdução, este artigo está estruturado em três seções, que analisam as três políticas macroeconômicas (monetária, cambial e fiscal). Seguem algumas considerações finais.

POLÍTICA MONETÁRIA

Embora não tenha ocorrido ruptura do regime de metas de inflação, que se manteve como um dos pilares centrais da política macroeconômica do atual governo, sob o comando de Alexandre Tombini, ocorreram alterações significativas na operacionalização da política monetária e na utilização do seu principal instrumento, a meta da taxa Selic. Essas mudanças tiveram duas consequências importantes: possibilitaram a ampliação do grau de liberdade de ação do BCB ante as flutuações da atividade econômica e produziram uma melhor coordenação da política monetária com as demais políticas macroeconômicas.

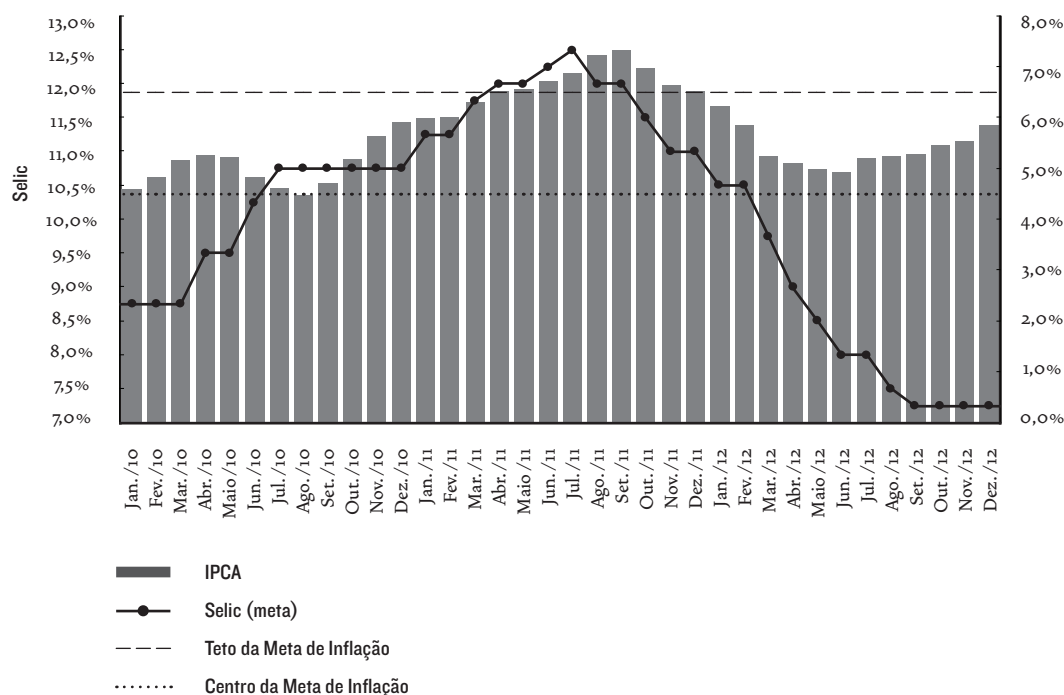
Num primeiro momento, com o propósito de assegurar a convergência das expectativas para o centro da meta, em um contexto de inflação ascendente e em aceleração, associado à elevação dos preços internacionais das *commodities* (e, em menor medida, à alta dos preços de alguns serviços⁴), a autoridade monetária substituiu a estratégia de elevação tempestiva da meta dos juros pelo gradualismo, aguardando os efeitos defasados das medidas macroprudenciais de controle do crédito às pessoas físicas⁵, adotadas em dezembro de 2010 e em abril de 2011, em vez de sobrecarregar a política de juros.

[4] A alta dos preços dos serviços refletiu tanto uma pressão conjuntural, em razão do forte dinamismo de alguns setores em 2010, como uma mudança estrutural de preços relativos, associada à melhora da distribuição da renda (Martinez, Thiago S. "Inflação e o padrão de crescimento brasileiro: considerações a partir da desagregação do IPCA". *Texto para discussão do Ipea*, nº 1804, dez. 2012; Martinez, Thiago S. e Cerqueira, Vinícius S. "Estrutura da inflação brasileira: determinantes e desagregação do IPCA". *Economia e sociedade*, vol. 22, nº 2 (48), pp. 409-56, 2013).

[5] Sobre as medidas de natureza macroprudencial de controle do crédito às pessoas físicas, ver Fundap, "Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e de câmbio", op. cit.

GRÁFICO 1

Evolução da meta Selic e IPCA – Variação acumulada em 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura – Fundap.

Essa postura do Comitê de Política Monetária (Copom), que decidiu elevar gradualmente a meta da taxa Selic em 1,75 ponto percentual (p.p.) em cinco reuniões consecutivas, entre os meses de janeiro e julho de 2011, pode ser vista no Gráfico 1. Um dos fatores que permitiram a adoção dessa nova postura pelo BCB foi o alongamento do horizonte temporal para o cumprimento da meta de inflação ao se estabelecer o ano de 2012 como o prazo para a convergência da inflação ao centro da meta⁶.

Indicando uma melhor coordenação das políticas macroeconômicas, a estratégia gradualista de combate à inflação foi acompanhada da adoção, pelo Ministério da Fazenda, de uma série de medidas nas esferas creditícia, cambial e fiscal. Além das medidas de restrição ao crédito ao consumo e de controle dos fluxos de capitais adotadas no primeiro semestre de 2011, foram estabelecidos, no segundo semestre, limites às operações especulativas de investidores estrangeiros com derivativos cambiais e lançadas medidas adicionais de austeridade fiscal.

A elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre operações de crédito para pessoas físicas, de 1,5% para 3,0% em abril

[6] O Relatório de Inflação de março de 2011 explicita a estratégia do BCB, segundo a qual “nas atuais circunstâncias, a boa prática recomenda buscar uma convergência mais suave da inflação para a trajetória de metas, à semelhança de estratégia adotada no passado pelo Banco Central. Nesse contexto, então, o Copom ressalta que a estratégia de política monetária será implementada com vistas a conter os efeitos de segunda ordem do choque de oferta e a garantir a convergência da inflação para a meta em 2012”.

[7] Sobre as diversas fases da crise internacional, ver Fundap. "A crise não acabou: gênese da crise e evolução recente das economias avançadas". *Boletim de Economia da Fundap*, nº 20, nov. 2012. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_Fundap_20_nov2012_Conjuntura_A_crise_global_nao_acabou.pdf>.

[8] A partir de 4 de maio de 2012, por força da Medida Provisória n. 567, os novos depósitos na caderneta de poupança passaram a ter remuneração equivalente a 70% da meta da taxa de juros Selic, quando esta for igual ou menor a 8,5% ao ano. No caso de patamares superiores a esse, os saldos novos e antigos continuam sujeitos à regra anterior de remuneração (TR+0,5% a.m.). Para mais detalhes, ver Fundap, "Ritmo da atividade econômica e mudança nas regras da poupança". *Boletim de Economia da Fundap*, nº 15, maio 2012b. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/BOLETIM_15_maio_2012_Conjuntura_Ritmo_da_atividade_economica_e_mudanca_nas_regras_da_poupanca.pdf>.

[9] A Circular n. 3563 revogou a exigência de capital adicional para as operações de empréstimos ao consumo com prazo máximo de 60 meses (ainda que tenha sido acompanhada de elevação do requerimento de capital para as operações de crédito ao consumo com prazo superior a cinco anos). Por meio da Circular n. 3512, a autoridade monetária também desistiu de elevar o percentual mínimo de pagamento das faturas de cartão de crédito de 15% para 20%, que havia sido determinado em junho de 2011.

de 2011, funcionou como instrumento auxiliar da política monetária ao potencializar o efeito do aumento gradual da meta da Selic. Já os controles de capitais atenuaram o impacto do aumento do diferencial de juros doméstico sobre a taxa de câmbio do real, cuja queda (apreciação do real) vinha afetando seriamente a competitividade da indústria brasileira, tanto no mercado internacional como no doméstico, em razão da concorrência dos produtos importados. Já o compromisso assumido de controlar as contas públicas (reiterado com o anúncio, em agosto, da ampliação do esforço fiscal em R\$ 10 bilhões em 2011) teria contribuído, na visão do governo, para aliviar as pressões sobre a política monetária, permitindo que o BCB iniciasse uma nova fase de corte da meta da taxa Selic, tão logo percebesse os sinais de deterioração do cenário externo, com agravamento da crise das economias da área do euro.

Em um segundo momento, o corte de 0,5 p.p. na meta da Selic, decidido pelo Copom em agosto de 2011, surpreendeu o mercado e impôs perda aos agentes privados que, no mercado financeiro, apostavam na manutenção da taxa em vigor. Essa decisão significou uma expressiva alteração de postura da autoridade monetária, que passou a atuar de forma menos conservadora e com maior independência em relação ao consenso estabelecido por esses agentes.

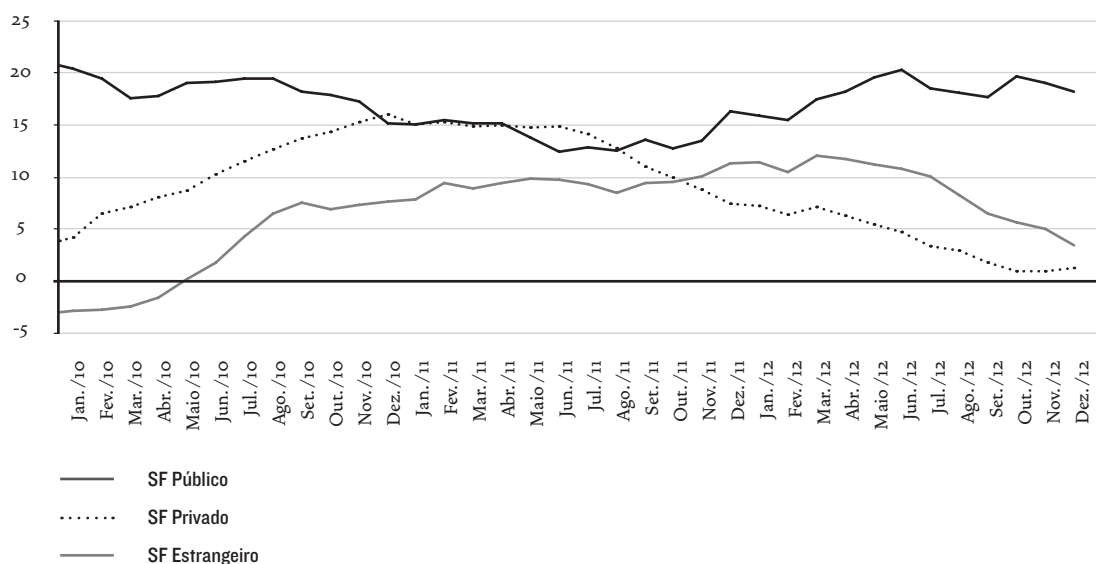
O agravamento da crise do euro a partir de setembro de 2011⁷, ao lado da desaceleração da inflação e da sua trajetória de reaproximação ao centro da meta (condicionadas pelo menor ritmo de alta dos preços das *commodities* no mercado internacional e da demanda interna), favoreceu a continuidade da política de redução da meta da taxa básica de juros ao longo do segundo semestre de 2011 e em 2012. Essa meta da taxa Selic recuou 5 p.p. em relação ao patamar de julho de 2011, passando de 12,5% nesse mês para 7,5% no dia 29 de agosto de 2012. Essa trajetória cadente resultou numa significativa queda do diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional.

Além da mudança de postura do BCB, esse prolongado processo de afrouxamento monetário foi viabilizado por ações complementares das demais autoridades da área econômica do governo. Esse foi o caso da alteração nas regras da caderneta de poupança, em maio de 2012, considerada essencial para que a queda da Selic abaixo do patamar de 8,5% não resultasse em migração de recursos dos fundos de investimento para a poupança⁸.

No quadro de incertezas internacionais, a política econômica apostou em outros instrumentos, em paralelo à diminuição da taxa básica de juros para estimular a reativação da demanda privada. Entre os meses de novembro e dezembro de 2011, foi revertida parte das medidas restritivas ao crédito de caráter macroprudencial⁹ e o Ministério da Fazenda reduziu de 3% para 2,5% a alíquota de IOF sobre as

GRÁFICO 2

Crédito total ao setor privado por natureza do capital: variação real em 12 meses (em %)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Economia Fundap.

operações de crédito ao consumo¹⁰. Ademais, nesse período, o governo Dilma incentivou os bancos públicos a atuar de forma anticíclica, neutralizando a desaceleração da contratação de crédito pelos bancos privados (Gráfico 2). No primeiro semestre de 2012, o governo Dilma também utilizou novamente os bancos públicos com carteira comercial (BB e CEF) para forçar, pelo mecanismo da concorrência, a queda dos juros e *spreads* praticados pelos bancos privados¹¹. O BNDES continuou desempenhando papel fundamental na implementação da política creditícia. Além da prorrogação do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) (em vigor desde 2009), para até o final de 2013, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que estava no patamar de 6% ao ano desde julho de 2009, foi reduzida para 5,5% a.a. em junho de 2012 e para 5% a.a. em janeiro de 2013.

Ao longo do segundo semestre de 2012 acumularam-se pressões inflacionárias que levaram o IPCA acumulado no ano para o patamar de 5,8%, bem acima do centro da meta de 4,5% a.a. A aceleração inflacionária do período decorreu da interação de diferentes fatores, entre os quais a elevação dos preços dos alimentos, desencadeada pela seca nos Estados Unidos (impactando os preços dos grãos, especialmente da soja e do milho) e no Brasil (com efeitos sobre produtos *in natura*), o *pass-through* da desvalorização cambial de mais de 20% entre final de fevereiro e junho de 2012, além da resiliência da inflação de serviços e bens não comercializáveis. Contudo, diante do

[10] Decreto do Ministério da Fazenda n. 7.632, de dezembro de 2011.

[11] Ver, por exemplo, Fundap “A evolução do crédito bancário em 2012”. *Boletim de Economia da Fundap*, nº 19, out. 2012. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/boletim_19_out2012_A%20EVLUCAO-DO_CREDITO_BANCARIO_EM_2012.pdf>; Costa, Fernando Nogueira e Pinto, Gabriel Musso de Almeida. “Impactos da pressão para concorrência bancária no mercado de crédito brasileiro”. Instituto de Economia da Unicamp. *Texto para discussão*, 2013.

fraco desempenho da economia brasileira, das incertezas advindas do *front* externo e do peso de fatores climáticos na evolução da inflação, a autoridade monetária manteve inalterada a meta da taxa Selic em 7,25% a.a. até março de 2013.

POLÍTICA CAMBIAL

[12] Sobre a manipulação das alíquotas de IOF como meio de controle dos fluxos de capitais no Brasil e de regulamentação macroprudencial, ver Munhoz, Vanessa da C. V. e Silva, Thiago de M. “Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país”. Trabalho apresentado no XVI Encontro Nacional de Economia Política, Uberlândia, de 21 de junho a 24 de junho de 2011. Disponível em <<http://www.sep.org.br/artigos/download?id=1762&title=Volatilidade+dos+Fluxos+Internacionais+de+Capitais+e+a+Oferta+de+Cr%C3%A9dito+na+Economia+Brasileira+entre+1995+e+2010>>; Freitas, Maria Cristina Penido e Cagnin, Rafael Fagundes. “Tributação das transações financeiras: a experiência brasileira com o IOF e a CPMF”. XVII Encontro Nacional de Economia Política. Rio de Janeiro, de 5 a 8 de junho de 2012. Disponível em <<http://www.sep.org.br/artigos/download?id=2038&title=Tributa%C3%A7%C3%A3o+das+transa%C3%A7%C3%B5es+financeiras+A+experi%C3%Aancia+brasileira+com+o+IOF+e+a+CPMF>>, entre outros.

[13] Vários trabalhos, a partir de diferentes abordagens teóricas e empíricas, concluíram que as operações com derivativos cambiais (com destaque para os contratos de dólar futuro da BM&FBovespa) têm uma influência decisiva na dinâmica da taxa de câmbio do real. Ver, entre outros, Dodd, Randall e Griffith-Jones, Stephany. *Brazil's Derivatives Markets: Hedging, Central Bank Intervention and Regulation*, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC), 2007; Farhi, Maryse. “Os impactos dos derivativos no Brasil”. In: Marcolino, L. C. e Carneiro, R. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Atitude, 2010; Prates, Daniela M. “Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil no período 2003-2007”. In: Ferreira, F. e Meireles, B. *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

A exemplo da política monetária, no governo Dilma a política cambial também foi marcada por um maior nível de coordenação entre o BCB e o Ministério da Fazenda. Além disso, duas outras mudanças caracterizam a política cambial desde 2011, ainda que o regime de câmbio permaneça sendo o de flutuação suja.

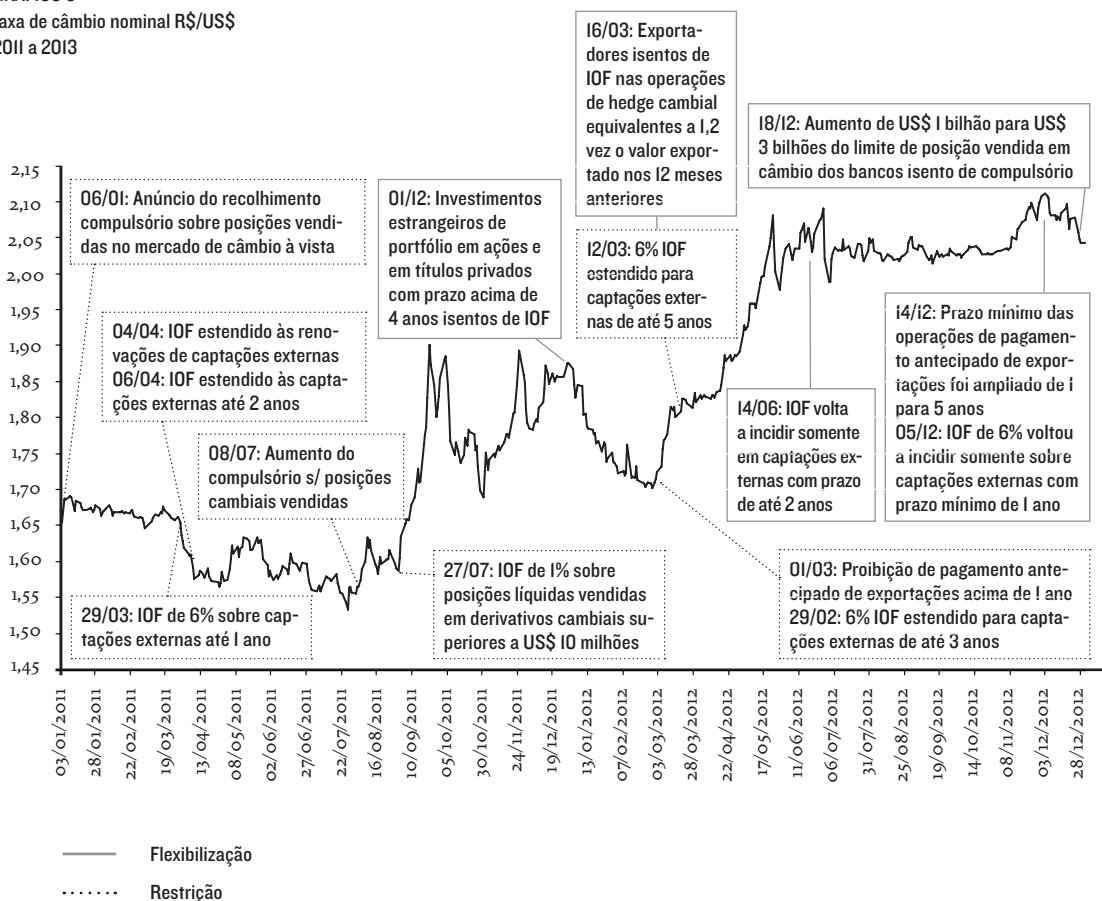
Em primeiro lugar, identificou-se uma ampliação dos objetivos perseguidos (ainda que nem sempre convergentes). Além da mitigação da volatilidade cambial (para atingir os objetivos de controle da inflação e estabilidade financeira) e do acúmulo de reservas (voltado para a redução da vulnerabilidade externa), a política cambial passou a ter como meta o patamar da taxa de câmbio, com o propósito de conter a deterioração da competitividade da indústria brasileira (seja no mercado externo, seja no mercado interno).

Em segundo lugar, foi diversificado o conjunto de instrumentos utilizados para o alcance desses objetivos. Desde janeiro de 2011, o BCB e o Ministério da Fazenda recorreram não somente a alterações das alíquotas do IOF¹² sobre os investimentos estrangeiros de portfólio, mas também impuseram esse mesmo tipo de controle de capital sobre as captações externas, inclusive sobre empréstimos intercompanhias. Adicionalmente, acionaram dois novos instrumentos regulatórios: (a) a regulação financeira prudencial, ao impor recolhimento compulsório sobre as posições vendidas dos bancos no mercado de câmbio à vista; e (b) a regulação das operações com derivativos cambiais, ao impor IOF de 1% sobre as posições líquidas vendidas nesses derivativos acima de US\$ 10 milhões¹³. Ademais, esse arsenal de medidas regulatórias foi utilizado de forma dinâmica, ou seja, ajustado em função das mudanças no ambiente financeiro internacional, que afetaram o ingresso líquido de divisas (Gráfico 3).

Dessa maneira, o governo Dilma optou por ampliar o *mix* de instrumentos regulatórios, alargando o raio de manobra e a eficácia da política cambial, em vez de recorrer, quase que exclusivamente, às intervenções no mercado de câmbio à vista e ao acúmulo oneroso de reservas. Entretanto, em função do ambiente macroeconômico (patamar elevado da taxa básica de juros) e institucional (grau de abertura financeira) domésticos, bancos e empresas residentes e investidores não residentes encontraram várias formas de burlar esses instrumentos (movimento denominado “arbitragem regulatória”).

GRÁFICO 3

Taxa de câmbio nominal R\$/US\$
2011 a 2013



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

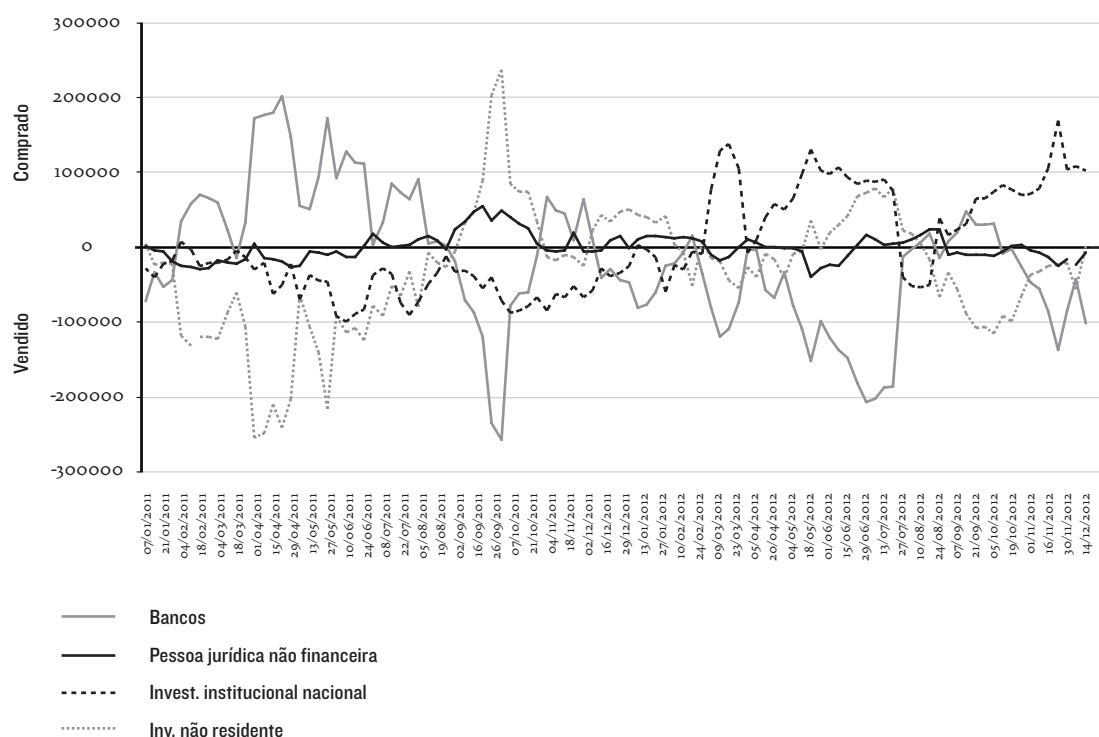
O governo só conseguiu efetivamente desmontar as estratégias especulativas do tipo *carry trade*¹⁴ (nos mercados à vista e futuro de câmbio) com a cobrança de IOF sobre as posições líquidas em derivativos cambiais, em julho de 2011, penalizando as apostas dos investidores estrangeiros na apreciação do real. Depois de zerarem suas posições líquidas vendidas em dólar em setembro, esses investidores alternaram posições líquidas vendidas e compradas em volume bem inferior ao vigente antes dessa regulação (Gráfico 4).

A desvalorização do real entre os meses de setembro e outubro de 2011 não pode ser, contudo, creditada exclusivamente às medidas adotadas pelo governo, uma vez que o cenário externo voltou a se deteriorar no período com o aprofundamento da crise do euro. Esta teve um impacto negativo sobre os fluxos de capitais para os países emergentes e sobre o apetite por risco em âmbito global, contribuindo para a inversão das apostas dos investidores estrangeiros e dos bancos no mercado futuro de dólar e para o déficit no movimento financeiro de câmbio a partir de agosto.

[14] As operações de *carry trade* consistem em estratégia de arbitragem de taxas de juros, segundo a qual o investidor assume uma posição passiva em uma divisa associada a baixas taxas de juros e uma posição ativa na divisa que lhe rende maiores taxas de juros.

GRÁFICO 4

Mercado futuro de dólar: posições líquidas dos investidores (US\$ milhões)



Fonte: BMFBovespa. Elaboração própria.

[15] Vale lembrar que um dos principais canais de transmissão da crise financeira global para o mercado financeiro brasileiro, após a falência do banco Lehman Brothers em meados de setembro de 2009, foi a exposição de várias empresas em contratos de derivativos cambiais negociados no mercado de balcão, nos quais os bancos eram as contrapartes. Além da forte redução dessa exposição após a crise, vários avanços na regulação desses contratos foram realizados a fim de ampliar sua transparência e o monitoramento das transações, dentre os quais a criação, pela Federação Brasileira de Bancos (Febraban), da Central de Exposição a Derivativos (CED). Porém a rentabilidade corrente das grandes empresas, que tinham ampliado no período o endividamento em moeda estrangeira, caiu devido à elevação das despesas financeiras, dificultando, assim, a reversão do ciclo de baixa do investimento.

Assim, pode-se afirmar que a deterioração do ambiente financeiro internacional ampliou a eficácia da política cambial para atingir sua nova meta, conduzindo a taxa de câmbio para um patamar mais competitivo. Ao mesmo tempo, o efeito deflacionário dessa deterioração sobre os preços das *commodities* atenuou o impacto da desvalorização cambial sobre a inflação interna, reduzindo o conflito entre os objetivos “controle da inflação” e “competitividade externa”. Já a manutenção da estabilidade financeira não foi ameaçada por essa desvalorização, tal como ocorreu no último trimestre de 2008, devido à forte redução do risco cambial das empresas e de contraparte dos bancos nas operações com derivativos cambiais desde 2009¹⁵. Ademais, para evitar uma alta adicional da taxa de câmbio e não sobrecarregar a política cambial, o governo realizou o primeiro ajuste no *mix* regulatório, relaxando os controles de capitais ao eliminar o IOF sobre investimentos de portfólio em ações e em títulos de renda fixa de longo prazo (debêntures vinculadas a projetos de infraestrutura).

Não se pode subestimar a importância das medidas regulatórias adotadas até julho de 2011. Elas tiveram o papel de evitar um acúmulo excessivo de posições especulativas em ativos financeiros vinculados

ao real, cuja desmontagem poderia trazer pressões também excessivas sobre a taxa de câmbio, colocando em risco o objetivo de controle da inflação e/ou de redução da vulnerabilidade externa (se, para evitar a desvalorização, o BCB utilizasse seu colchão de segurança, ou seja, as reservas internacionais).

A dificuldade de compatibilizar os múltiplos objetivos da política cambial veio à tona no primeiro bimestre de 2012. Do início de janeiro ao final de fevereiro, a taxa de câmbio R\$/US\$ deslizou de um patamar de 1,86 para 1,71, o que correspondeu a uma apreciação de 8,9% do real (Gráfico 3). Nesse período, o BCB manteve-se praticamente ausente do mercado de câmbio à vista, apesar da retomada do ingresso de divisas após três meses consecutivos de déficit. O excesso de divisas no mercado à vista foi absorvido pelos bancos, cuja posição cambial passou de vendida, em dezembro, para comprada, em janeiro e fevereiro.

Esse excesso decorreu, principalmente, da melhora das condições financeiras internacionais após a expansão da liquidez pelo BCE no âmbito da nova linha de crédito de três anos a juros de 1% ao ano lançada em dezembro de 2011¹⁶. Essa iniciativa, ao afastar o risco de falência de instituições relevantes (e, assim, a ameaça de crise sistêmica na área do euro), teve como desdobramento a queda da aversão aos riscos dos investidores globais, que voltaram a assumir posições em ativos de risco, como moedas, títulos e ações de economias emergentes. O movimento de câmbio comercial também foi beneficiado pelo alívio das tensões no mercado financeiro internacional, que favoreceram as operações de pagamento antecipado de exportações, as quais dependem da oferta de linhas bancárias externas de mais longo prazo¹⁷. De acordo com o BCB, essas operações estavam concentradas em um número pequeno de empresas que utilizavam esse mecanismo para realizar operações de arbitragem de juros.

A leniência em relação ao patamar da taxa de câmbio em janeiro e fevereiro de 2012 sugere a maior importância atribuída nesses meses ao objetivo “controle da inflação”. Ou seja, o governo optou por aproveitar a nova fase (de duração incerta) de apetite por riscos para garantir a desaceleração do IPCA acumulado em 12 meses, que recuou de 6,5% em dezembro para 5,8% em março (Gráfico 1).

Confirmado o cenário mais benigno para a inflação (para o qual também contribuiu a queda dos preços das *commodities* no mercado internacional), o objetivo “competitividade externa” voltou a ser priorizado. Por um lado, receoso do aumento das pressões baixistas sobre a taxa de câmbio do real decorrentes do “*tsunami*” monetário do BCE, o governo reforçou os controles de capitais no início de março de 2012 (Gráfico 3). Por outro lado, no âmbito da política cambial, a autoridade monetária retomou as intervenções no mercado à vista em março e abril¹⁸. Ademais, após três meses praticamente ausente do mercado

[16] O primeiro leilão foi realizado em 21/12/2011, quando 523 bancos tomaram € 489 bilhões; o segundo leilão ocorreu em 28/02/2012, com empréstimos de € 529 bilhões a 800 bancos, totalizando cerca de € 1 trilhão.

[17] Essas operações avançaram 48% em relação aos dados do mesmo período de 2012 (de US\$ 4,4 bilhões para US\$ 8,5 bilhões); com isso, sua participação no total do câmbio de exportação passou de 15% para 22% no mesmo período. Ver Fundap. “O novo plano Brasil Maior, a política cambial e a indústria brasileira”. *Boletim de Economia da Fundap*, nº 14, abr. 2012. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_14_mai2012_O_NOVO_PLANO_BRASIL_MAIOR_A_POLITICA_CAMBIAL_E_A_INDUSTRIA_BRASILEIRA.pdf>.

[18] Para mais detalhes, ver Fundap, “O novo plano Brasil Maior, a política cambial e a indústria brasileira”, op. cit.

de derivativos cambiais, o BCB ampliou as operações de *swap* reverso, mediante as quais assume uma posição comprada em dólar para atenuar as pressões em prol da apreciação do real.

Após as novas medidas de controle de capitais e a retomada das intervenções cambiais nos mercados à vista e de derivativos, a trajetória da taxa de câmbio se inverteu, tornando-se novamente ascendente. Do patamar de R\$ 1,70 no final de fevereiro, essa taxa atingiu o patamar de R\$ 1,89 no final de abril de 2012.

Mais uma vez, os desdobramentos da crise da área do euro condicionaram essa trajetória. A partir de março, iniciou-se uma nova fase de aprofundamento dessa crise — agora com foco na Espanha — contaminando a aversão aos riscos dos investidores globais. Nesse contexto, a taxa de câmbio do real seguiu seu movimento ascendente, atingindo R\$ 2,00 no dia 18 de março. Desde então, ela passou a flutuar entre esse valor e o patamar de R\$ 2,10, o que suscitou a interpretação de que o BCB estaria defendendo uma banda estreita de flutuação, com piso em R\$ 2,00 e teto em R\$ 2,10 (Gráfico 3).

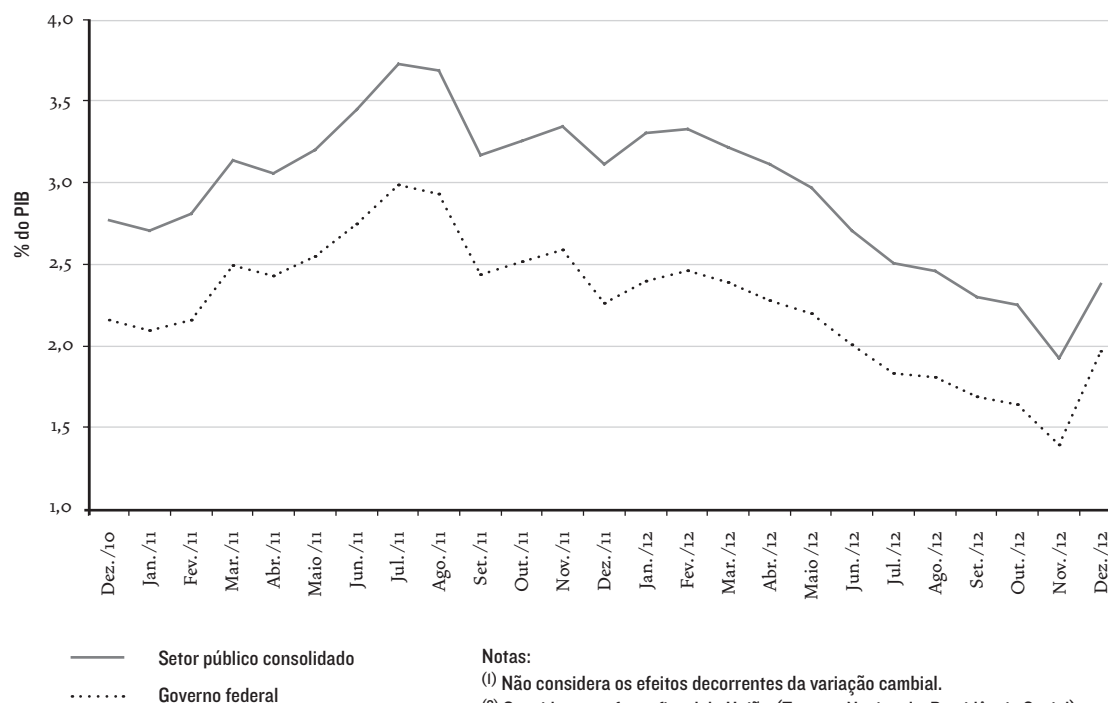
Essa defesa não se ancorou em intervenções no mercado à vista, já que o BCB se manteve ausente desse segmento entre maio e novembro, operando exclusivamente por meio de *swaps* e *swaps* reversos. Ou seja, a autoridade monetária optou pelas atuações no mercado de derivativos, que não afetam as reservas internacionais, para defender o piso e o teto implícitos da taxa de câmbio, já que altas adicionais dessa taxa poderiam comprometer o objetivo “controle da inflação”. A preocupação com esse objetivo também parece explicar a flexibilização dos controles de capitais sobre captações externas pelo Ministério de Fazenda em junho e dezembro (quando predominaram pressões de depreciação cambial). Ao mesmo tempo, as pressões em prol da apreciação do real foram mitigadas tanto pelas tensões no mercado financeiro internacional como pela redução do diferencial entre os juros internos e externos.

POLÍTICA FISCAL

No primeiro semestre de 2011, a política fiscal teve perfil contracionista, responsável pela elevação do superávit primário do setor público consolidado, de 2,77% do PIB no acumulado de 12 meses (R\$ 101,7 bilhões) em dezembro de 2010 para 3,74% do PIB (R\$ 150,1 bilhões) em julho de 2011 (Gráfico 5). Segundo o próprio governo federal, com essa contribuição do setor público para o arrefecimento da expansão da demanda agregada, buscava-se abrir caminho para a redução da meta Selic pela autoridade monetária. Nesse período, o Ministério da Fazenda também realizou desonerações tributárias para atenuar a elevação do nível geral de preços.

GRÁFICO 5

Evolução do superávit primário⁽¹⁾ (acumulado de 12 meses) do setor público consolidado⁽²⁾ e do governo federal⁽³⁾, em % do PIB – Dez./10 a dez./12



Notas:

(1) Não considera os efeitos decorrentes da variação cambial.

(2) Considera o esforço fiscal da União (Tesouro Nacional e Previdência Social), estados, municípios, além do resultado do Banco Central e das empresas estatais (das três esferas de poder), exceto Petrobras e Eletrobras.

(3) Inclui o Tesouro Nacional e o Sistema de Previdência Social.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Já garantido o cumprimento da meta de superávit fiscal estabelecida para o ano — devido à expansão das receitas, mais do que à contenção de gastos públicos no primeiro semestre —, no mês de agosto, o governo federal divulgou a elevação da meta de superávit fiscal do setor público em 2011 de R\$ 125,5 bilhões para R\$ 135,5 bilhões. Dessa forma, buscou ratificar seu compromisso com o equilíbrio das contas públicas, com o objetivo de reforçar a confiança dos agentes privados e conceder graus de liberdade à atuação do BCB.

Entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro semestre de 2012, a política fiscal assumiu, contudo, um perfil anticíclico que, graças ao resultado do primeiro semestre de 2011, pode ser adotado sem comprometer a obtenção da meta de superávit fiscal. A desoneração tributária de diversos setores foi o principal instrumento utilizado nesse período, aliando os objetivos de reaquecimento econômico ao aumento da competitividade da indústria nacional, prejudicada, então, pela apreciação cambial e pelo acirramento da concorrência nos mercados externo e doméstico após a crise financeira global de 2008-2009.

[19] Para uma avaliação do Plano Brasil Maior, ver Iedi ("Uma análise do plano Brasil Maior". *Carta Iedi*, nº 486, 2011. Disponível em <http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_486_uma_analise_do_plano_brasil_maior.html> e "Indústria, desenvolvimento e política industrial". *Carta Iedi*, nº 530, 2012. Disponível em <http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_530.html>) e Fundap ("O novo plano Brasil Maior, a política cambial e a indústria brasileira", op. cit.). Informações recentes podem ser encontradas diretamente no endereço eletrônico <<http://www.brasilmaior.mdic.gov.br/>>.

A maior parte das medidas de desoneração fiscal integrou o Plano Brasil Maior, lançado em agosto de 2011. Dentre elas podem ser citadas: redução do IPI sobre bens de investimento; instituição do Reintegra (Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras), que permite a devolução às empresas de até 3% das receitas de exportação; redução gradual do prazo de devolução de créditos referentes ao PIS-Pasep/Cofins sobre bens de capital; ampliação do Simples Nacional; desoneração da folha de pagamento de setores intensivos em mão de obra (confeções, móveis, calçados, *softwares*); e estabelecimento de um novo regime tributário para o setor automotivo¹⁹.

Ademais, para estimular o investimento público, o governo federal autorizou, no final de 2011, a ampliação dos limites de endividamento dos estados para R\$ 40 bilhões junto ao BNDES e a outros agentes financeiros internacionais, como o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Uma nova rodada de desonerações fiscais foi lançada no segundo trimestre de 2012, com a adoção, no mês de abril, de medidas adicionais no âmbito do Plano Brasil Maior, tais como a ampliação da desoneração da folha de pagamento, a redução do IPI de bens de consumo, a postergação do recolhimento do PIS/Cofins e a redução da alíquota de IOF sobre operações de crédito a pessoas físicas, a partir do mês de maio.

A política fiscal anticíclica anunciada pelo governo previa, portanto, a redução dos tributos (em virtude das desonerações) e o aumento dos investimentos, sem o comprometimento da meta fiscal. Entre agosto de 2011 e julho de 2012, o superávit primário do setor público foi reduzido de 3,7% para 2,5% do PIB (Gráfico 5). No mês de julho, o superávit acumulado chegava a R\$ 71,2 bilhões, cerca de 51% da meta estabelecida para o ano de 2012 (R\$ 139,8 bilhões).

Entretanto, diante das expectativas empresariais pessimistas (em razão, sobretudo, do cenário externo de forte incerteza), os estímulos fiscais por meio de desonerações não tiveram o efeito esperado em termos de dinamismo econômico, exigindo intervenções mais diretas por parte do governo federal. Marcou, então, o segundo semestre de 2012 a implementação de pacotes de ampliação das compras governamentais e dos investimentos públicos.

No mês de junho de 2012, o governo federal divulgou o Programa de Compras Governamentais, sob o qual foram previstos R\$ 8,43 bilhões de compras, beneficiando diferentes setores, como o de máquinas e equipamentos (3,6 mil retroescavadeiras e 1,33 mil motoniveladoras), veículos (8 mil caminhões, 40 blindados e 30 lançadores de mísseis para as Forças Armadas, 8,7 mil ônibus para o Programa Caminho da Escola, 2,1 mil ambulâncias, 3 mil tratores), medicamentos (R\$ 6 bilhões em vacinas e medicamentos), etc. O pacote incluiu

compras governamentais adicionais — gastos que não estavam previstos no Orçamento — de R\$ 6,6 bilhões.

Esses gastos eram vistos como necessários para o andamento do PAC. O governo esperava que contribuíssem para que o investimento público avançasse, estimulando igualmente alguns setores industriais, como o automotivo, que fornece parte dos equipamentos. Todavia, apesar dos esforços governamentais, perdurou uma grande dificuldade para executar os investimentos ancorados em recursos do Orçamento Geral da União.

No final de agosto de 2012, juntamente com a redução da taxa de juros cobrada no PSI de 5,5% para 2,5% a.a., o que a levou para patamares reais negativos, foram anunciadas a prorrogação e a definição de novas renúncias fiscais, totalizando R\$ 5,5 bilhões a serem divididos entre os anos de 2012 (R\$ 1,6 bilhão) e de 2013 (R\$ 3,9 bilhões). A redução do IPI do setor automotivo foi prolongada para até o final do mês de outubro, enquanto para outros setores, como o de móveis e linha branca, a cobrança de alíquotas reduzidas foi garantida até o final do ano de 2012 e, no caso dos setores de materiais de construção e de bens de capital, até o final de 2013. Para as empresas participantes do PSI, mas com dificuldades de pagar seus compromissos, criou-se a possibilidade de acelerar (de 48 para 12 meses) a depreciação de determinados bens (caminhões e vagões), o que implica redução do lucro contábil e, conseqüentemente, da arrecadação de imposto de renda e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL) (em R\$ 586 milhões, segundo o Ministério da Fazenda).

O resultado primário da União da ordem de R\$ 86,1 bilhões, obtido em 2012, contou com a ajuda de operações contábeis atípicas, que ficaram conhecidas na imprensa especializada como “contabilidade criativa”. Essas operações²⁰ envolveram a troca de ativos financeiros públicos e privados entre Secretaria do Tesouro Nacional, BNDES, Caixa Econômica Federal e Fundo Soberano do Brasil²¹, assim como a antecipação do pagamento de dividendos ao governo, de forma a reforçar contabilmente seu resultado primário (Gráfico 6). Segundo Orenge²² (2013), excluídas as receitas “não recorrentes”, resultantes dessas operações atípicas, o resultado primário do setor público consolidado²³ de 2012, que chegou a 2,4% do PIB, seria apenas de 1,8% do PIB.

Ademais, o esforço fiscal de 2011 e a trajetória de queda da taxa básica de juros, na segunda metade de 2011 e em 2012, também contribuíram para a adoção de uma política fiscal anticíclica, implicando menor comprometimento com o pagamento de juros da dívida²⁴. De fato, a dívida líquida do setor público foi reduzida de 39%, no início de 2011, para 35%, no final de 2012. A dinâmica da dívida líquida não capta, entretanto, o suporte financeiro a um dos

[20] Um conjunto de medidas adotadas no final de dezembro de 2012 permitiu que tais operações se concretizassem: Medida Provisória n. 600 permitiu que o Tesouro Nacional aumentasse a concessão de crédito extraordinário à Caixa Econômica Federal ante uma emissão de títulos, vendesse recebíveis da Usina de Itaipu ao BNDES (cujo pagamento foi feito com ações de empresas privadas cotadas em bolsa) e ampliasse os subsídios associados ao PSI; Decreto n. 7880 autorizou o aumento de capital da Caixa Econômica Federal por meio de ações da Petrobras e de outras empresas de capital aberto (tais ações tinham sido recebidas pelo Tesouro do BNDES em troca dos recebíveis de Itaipu); Decreto n. 7881 permitiu que o Fundo Soberano vendesse suas ações da Petrobras para o BNDES (autorizado desde 28 de dezembro a declarar “dividendos intermediários”); Resolução n. 4175 do Conselho Monetário Nacional autorizou o BNDES a não abater de seu lucro as perdas obtidas com a queda do valor de mercado das ações de empresas como a Petrobras e a Eletrobras. Para uma discussão detalhada sobre a “contabilidade criativa” a que o governo federal fez recurso em 2012, ver Barros, Gabriel Leal e Afonso, José Roberto. “Sobre ‘fazer o cumprimento’ da meta de superávit fiscal primário de 2012”. Instituto Brasileiro de Economia, Fundação Getúlio Vargas. *Texto para discussão*, fev. 2013. Disponível em <<http://portalibrefgv.br/main.jsp?lumPageId=8A7C82C53B9D2561013BB36110F5309F&lumItemId=8A7C82C53CAC196A013CF2AE9E443197>>, entre outros.

[21] Denominado oficialmente de Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização.

[22] Orenge, Mauricio. “Contas públicas: dimensionando o impacto das operações ‘não recorrentes’”. *Itaú BBA Macro Visão*, jan. 2013. Disponível em <<http://www.itaubpa.com.br/itaubpa-pt/analises-economicas/publicacoes/macro-visao/contas-publicas-dimensionando-o-impacto-das-operacoes-nao-recorrentes>>.

[23] Setor público consolidado considera o esforço fiscal da União (Tesouro Nacional e Previdência Social), estados, municípios, além do resultado do Banco Central e das empresas estatais (das três esferas de poder), exceto Petrobras e Eletrobras.

[24] A mudança na composição da dívida, com o aumento da participação dos compromissos indexados a índices de preços e a juros prefixados e queda da participação da Selic como indexador, ajuda a arrefecer esse efeito positivo.

[25] Para mais detalhes ver Afonso, José Roberto. "As intrincadas relações entre política fiscal e creditícia no Brasil pós-2008". *Revista Econômica*, vol. 13, nº 2, dez. 2011, pp. 125-54; e Barros e Afonso, op. cit.

[26] Ver Almeida, Julio S. Gomes e Novais, Luis Fernando. "O desempenho das grandes empresas de capital aberto no período recente (2007-2011) e no primeiro trimestre de 2012". *Boletim de Economia da Fundap*, nº 16, jun. 2012. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/BOLETIM_16_junho_2012_Setorial_O_desempenho_das_grandes_empresas_de_capital_aberto.pdf>; Fundap, "O novo plano Brasil Maior, a política cambial e a indústria brasileira", op. cit., e Fundap, "Ritmo da atividade econômica e mudança nas regras da poupança", op. cit.

aspectos-chave da política anticíclica brasileira: a expansão do crédito pelos bancos públicos. A capitalização dessas instituições foi realizada, desde o aprofundamento da crise internacional em 2008, por meio de créditos do Tesouro aos bancos públicos. Na prática, o Tesouro emitiu títulos de dívida que foram posteriormente transferidos aos bancos públicos, a título de concessão extraordinária de empréstimo. Dessa forma a dívida bruta aumentou (53,4% do PIB em 2010, para 58,7% em 2012), mas também cresceram os créditos do governo (os empréstimos às instituições financeiras oficiais contabilizavam 6,8% do PIB em 2010 e 9,2% em 2012). No longo prazo, contudo, essas operações não são isentas de efeitos negativos sobre as finanças públicas, uma vez que a taxa de juros que remunera os empréstimos aos bancos públicos (geralmente TJLP) é menor do que aquela que o Tesouro deve pagar (Selic)²⁵.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo dos dois primeiros anos de mandato, caracterizados por um contexto internacional adverso, o governo da presidente Dilma Rousseff obteve resultados econômicos positivos e negativos. No que diz respeito aos resultados positivos, destacaram-se: a redução do diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional, a diminuição da dívida líquida do setor público, a obtenção de uma taxa de câmbio mais competitiva e a queda da taxa de desemprego. Em relação aos resultados negativos, a atividade econômica, continuou apresentando desempenho insatisfatório, condicionado, especialmente, pelo desempenho decepcionante da indústria do lado da oferta e dos investimentos (sobretudo de infraestrutura) do lado da demanda.

Ainda que a conjuntura internacional não tenha progredido para a ruptura da área do euro, conservou-se um cenário de fortes incertezas e de recessão em vários países da Europa. Do ponto de vista doméstico, fatores estruturais de perda da competitividade da economia brasileira se sobressaíram e se ampliaram com os efeitos conjunturais negativos do período 2011-2012 de ajuste nos estoques, observado principalmente no setor industrial²⁶. Nesse contexto, o ritmo de crescimento do PIB recuou de 7,5%, em 2010, para 2,7%, em 2011. Em 2012, foi de apenas 0,9%, bastante abaixo das expectativas do Ministério da Fazenda no início desse ano, que apontavam para a faixa de 4%.

O desempenho de 2012 decorreu da conjunção de diferentes fatores, dentre os quais a demanda externa mais fraca e o acirramento da concorrência internacional, mas também explicitou os limites da reafirmação da estratégia governamental de estímulo da demanda. Era de se esperar que os efeitos das medidas adotadas fossem menos expressivos em 2012, dado o forte crescimento, nos anos anteriores, do

consumo, sobretudo, de bens duráveis. A aceleração da inflação no segundo semestre de 2012 e o elevado endividamento das famílias, cuja inadimplência manteve-se em patamar considerado elevado pelos bancos, também contribuíram para a baixa eficácia dessas medidas²⁷.

A esses fatores, somou-se uma fonte de incerteza possivelmente resultante da própria ação do governo. À medida que anúncios de desoneração fiscal a determinados setores passaram a integrar o *modus operandi* da política econômica, alguns empresários podem ter preferido adiar seus projetos e intensificar suas pressões junto ao governo com o objetivo de antes obter algum benefício fiscal. Mudanças nas regras de concessões e da remuneração de alguns setores, tais como de energia elétrica, também ajudaram a minar a confiança dos empresários.

No que diz respeito à evolução dos preços, as pressões inflacionárias do segundo semestre de 2012 estenderam-se para o início de 2013, levando o IPCA, no acumulado em 12 meses, a superar o limite superior da meta de inflação em março de 2013. A elevação dos preços de alimentos, condicionada pela seca nos Estados Unidos e no Brasil, e o *pass-through* da desvalorização cambial de 2012 explicam, em boa medida, essa aceleração inflacionária. Também importante foi a decisão do governo, em janeiro de 2013, de elevar os preços dos derivados de petróleo, devido às condições financeiras e operacionais fortemente debilitadas da Petrobras. Esses fatores cíclicos somaram-se a uma inflação de serviços e de bens não comercializáveis resistente à queda. Assim, avolumaram-se pressões exigindo a ratificação do compromisso do BCB no combate à inflação.

A taxa Selic foi, contudo, mantida em 7,25% a.a. até final de março de 2013. Essa decisão contribuiu, ao menos nesse momento, para não abortar a frágil aceleração do crescimento econômico iniciada no último trimestre de 2012. A autoridade monetária contou, para tanto, com o auxílio de medidas do Ministério da Fazenda, ainda que nem todas elas tivessem como principal objetivo a desaceleração da inflação. O reajuste dos preços de derivados de petróleo, em janeiro de 2013, ficou abaixo das expectativas do mercado; também nesse mês passou a vigorar a redução das tarifas de energia elétrica (Medida Provisória n. 605). Em março de 2013, vários itens²⁸ da cesta básica foram isentos de tributos federais, tais como PIS/Cofins (Medida Provisória n. 609) e IPI (Decreto-lei n. 7947). O governo federal também conseguiu o compromisso das prefeituras de São Paulo e do Rio de Janeiro para a postergação do reajuste do preço dos transportes, que geralmente ocorre no mês de janeiro. Esse adiamento acabou se transformando na suspensão do reajuste diante das manifestações populares de meados de 2013.

Se as medidas de desoneração fiscal, de um lado, e a manutenção da taxa básica de juros, de outro, sugeriam a conservação da coordenação

[27] Sobre a evolução da inadimplência em 2012 e seu impacto sobre o crescimento do crédito, ver Fundap, "A evolução do crédito bancário em 2012", op. cit.

[28] Carnes, café, óleo, manteiga, açúcar e papel higiênico tiveram a alíquota de PIS/Cofins reduzida de 9,25% para 0%; pasta de dentes e sabonete, de 12,5% para 0%. Foi zerada a alíquota de IPI sobre açúcar e sabonete (5% antes da isenção) (Dieese, "A desoneração dos produtos da cesta básica". *Nota Técnica*, nº 120, mar. 2013. Disponível em <<http://www.dieese.org.br/notatecnica/2013/notaTec120DesoneracaoCestaBasica.pdf>>).

nação entre Ministério da Fazenda e Banco Central, a evolução da taxa câmbio do real sinalizava que os dilemas de política macroeconômica tinham se agravado. Entre novembro de 2012 e março de 2013, o BCB deixou a taxa de câmbio deslizar de R\$ 2,10 para R\$ 1,95, voltando, então, a usar a apreciação cambial como instrumento auxiliar do combate à inflação. Esse movimento contrapunha-se aos objetivos, reconhecidos pelo governo federal, de elevar a competitividade do produto nacional, tanto no mercado doméstico como no mercado internacional, e de promover a recuperação da indústria. O aparente conflito entre os objetivos da política cambial foi, todavia, contornado pela inversão da tendência da taxa de câmbio a partir do final de maio, quando o real (e a maioria das moedas emergentes) voltou a se depreciar ante o dólar em razão de estratégias de recomposição das carteiras dos investidores internacionais, após o presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, ter sinalizado que a desaceleração da política de afrouxamento quantitativo poderia ter início ainda em 2013.

Em abril de 2013, o Copom deu início a uma nova fase de elevações graduais da taxa básica de juros. Não apenas a aceleração do índice oficial de inflação, o IPCA, mas também a difusão dos aumentos de preços entre os itens que o compõem justificaram a decisão da autoridade monetária. Abriu-se, nesse momento, um novo período da gestão macroeconômica, em que o combate à inflação retornou ao topo das prioridades do governo. Não se trata de abandonar o crescimento econômico a taxas mais elevadas enquanto objetivo do governo, mas, diante da conjuntura e dos dilemas do regime de política macroeconômica, de trazer para o primeiro plano o equacionamento da questão inflacionária. O episódio ilustra as limitações da estratégia de flexibilização desse regime, que decorrem, sobretudo, da manutenção da política de metas de inflação como um dos seus pilares.

Recebido para publicação
em 30 de setembro de 2013.

NOVOS ESTUDOS

CEBRAP

97, novembro 2013

pp. 169-185

RAFAEL FAGUNDES CAGNIN é economista da Fundap-SP, mestre em Teoria Econômica na Unicamp. DANIELA MAGALHÃES PRATES é economista e professora doutora do Instituto de Economia da Unicamp.

MARIA CRISTINA P. DE FREITAS é economista e doutora pela Universidade Paris XIII e ex-consultora do Grupo de Economia da Fundap-SP.

LUÍS FERNANDO NOVAIS é economista e coordenador do Grupo de Economia da Fundap-SP.