

UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Igor de Assis Martins

**Brasil entre 1995 e 2015: Uma análise das estratégias desde o Plano Real até
a Nova Matriz Macroeconômica**

Mariana

2026

IGOR DE ASSIS MARTINS

**Brasil entre 1995 e 2015: Uma análise das estratégias desde o Plano Real até
a Nova Matriz Macroeconômica**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de graduação, área de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em curso de Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Manuel Ramon Souza Luz.

Mariana

2026

SISBIN - SISTEMA DE BIBLIOTECAS E INFORMAÇÃO

M386b Martins, Igor De Assis.

Brasil entre 1995 e 2015 [manuscrito]: uma análise das estratégias desde o Plano Real até a Nova Matriz Macroeconômica. / Igor De Assis Martins. - 2026.

73 f.: il.: color., tab..

Orientador: Prof. Dr. Manuel Ramon Souza Luz.

Monografia (Bacharelado). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Graduação em Ciências Econômicas .

1. Desenvolvimento econômico - Brasil. 2. Macroeconomia. 3. Política econômica - Brasil - 1995-2015. I. Luz, Manuel Ramon Souza. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU 338.1

Bibliotecário(a) Responsável: Essevalter De Sousa - Bibliotecário CRB6 1407



FOLHA DE APROVAÇÃO

Igor de Assis Martins

Brasil entre 1995 a 2015: Uma análise das estratégias desde o Plano Real até a Nova Matriz Econômica

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em 12 de fevereiro de 2026

Membros da banca

Prof. Dr. Manuel Ramon Souza Luz - Orientador (Universidade Federal de Ouro Preto)
Prof. Dr. Daniel do Val Consentino - (Universidade Federal de Ouro Preto)
Prof. Dr. Francisco Horácio Pereira de Oliveira - (Universidade Federal de Ouro Preto)

Prof. Dr. Manuel Ramon Souza Luz, orientador do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 12/02/2026



Documento assinado eletronicamente por **Manuel Ramon Souza Luz, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 26/03/2026, às 10:25, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1081408** e o código CRC **84BC0BF9**.

RESUMO

Este trabalho é dedicado a analisar os efeitos macroeconômicos das estratégias de política econômica adotadas após o Plano Real (1994) até a recessão de 2015 durante o esgotamento da Nova Matriz Macroeconômica. Essa análise tem a finalidade de apontar qual hipótese de estratégia é mais adequada para gerar crescimento expressivo de longo prazo: a) uma ortodoxa liberal, b) uma heterodoxa intervencionista ou c) uma estratégia intermediária entre as duas vertentes. Essa questão se coloca, principalmente, pelo fato de o Brasil não ter tido êxito em manter um crescimento sustentável a longo prazo e sem um processo inflacionário significativo desde o segundo choque do petróleo de 1979. Esse trabalho recorre à literatura econômica brasileira, mais especificamente às perspectivas de Oreiro, Werneck e Bresser-Pereira sobre o período de 1995-2015 associada à coleta por meio de fontes secundárias e apresentação da evolução dos principais dados macroeconômicos em painéis e séries temporais com o uso de estatística descritiva. Nesse sentido, verifica-se que dentre o Regime das Âncoras (1995-1998), o Tripé Macroeconômico (1999-2005), o Tripé Flexibilizado (2006-2008) e a Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015); nenhuma destes logrou retomar plenamente o crescimento econômico sustentável a longo prazo. No entanto, os resultados também sugerem que uma estratégia equilibrada (entre ortodoxia e heterodoxia), desde que coerente, é capaz de retomar o ciclo virtuoso de outrora para o longo prazo.

Palavras-chave: Crescimento. Ortodoxia. Heterodoxia e Longo-Prazo.

ABSTRACT

This monograph analyzes the macroeconomic effects of the economic policy strategies adopted from the aftermath of the Real Plan (1994) until the 2015 recession, during the exhaustion of the New Macroeconomic Matrix. The purpose of this analysis is to identify which strategic hypothesis is best suited to generate significant long-term growth: a) a liberal orthodox approach, b) an interventionist heterodox approach, or c) an intermediate strategy between these two currents. This question arises primarily from Brazil's inability to maintain sustainable long-term growth without significant inflationary processes since the second oil shock of 1979. This research draws on Brazilian economic literature—specifically the perspectives of Oreiro, Werneck, and Bresser-Pereira regarding the 1995–2015 period—combined with secondary data collection. It presents the evolution of key macroeconomic indicators through panels and time series, utilizing descriptive statistics. In this regard, it is observed that among the Anchors Regime (1995–1998), the Macroeconomic Tripod (1999–2005), the Flexible Tripod (2006–2008), and the New Macroeconomic Matrix (2009–2015), none fully succeeded in restoring sustainable long-term economic growth. However, the results also suggest that a balanced strategy (between orthodoxy and heterodoxy), provided it is coherent, is capable of resuming the virtuous cycle of the past for the long term.

Key-words: Growth. Orthodoxy. Heterodoxy and Long-Term.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Evolução do Câmbio durante a Âncora Cambial (1995-1999).....	17
Figura 2 - Reservas Internacionais e Fluxos de Capitais (1995-1999).....	20
Figura 3 - Comportamento do câmbio e SELIC (1995 - 1998).....	20
Figura 4 - Participação do investimento federal - PIB e FBCF.....	22
Figura 5 - Relevância da FBCF no orçamento público federal	23
Figura 6 - Resultado Primário Federal - Vésperas do Plano Real até o Tripé Macroeconômico	24
Figura 7 - Evolução - Índice de Desenvolvimento Humano - Brasil (1995 - 2015)	56
Figura 8 - Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (compra) - R\$/US\$ - (1994-2015).....	59

LISTA DE TABELA

Tabela 1 - Evolução comparada dos Macrossetores da economia por regime de política econômica.....	51
Tabela 2 - Performance comparada do PIB e do investimento por regime de política econômica	52
Tabela 3 - Participação dos Macrossetores no PIB.....	53
Tabela 4 - Evolução da Produtividade por Horas Trabalhadas por período.....	53
Tabela 5 - Evolução do emprego formal	54
Tabela 6 - Participação dos Macrossetores no emprego formal.....	55
Tabela 7 - Evolução Índice de Gini	55
Tabela 8 - FBCF, Investimento Público e Resultado Fiscal.....	57
Tabela 9 - Dívida Pública	57
Tabela 10 - Comportamento da Inflação e Juro Básico.....	58
Tabela 11 - Desempenho do Comércio Exterior	60
Tabela 12 - Desempenho do Comércio Exterior	61
Tabela 13 - Evolução das reservas internacionais	62
Tabela 14 - Principais resultados comparados - média anual.....	65
Tabela 15 - Comparativo - Fiscal e Monetário.....	65
Tabela 16 - Comparativo: Produtividade – Hora Trabalhada – Média anual.....	66

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1 A ESTABILIZAÇÃO ANTES DO TRIPÉ MACROECONÔMICO (1995-1998): O REAL E O REGIME DAS ÂNCORAS	13
1.1 A estabilização em 1994	13
1.2 As âncoras no <i>stricto sensu</i>	16
1.2.1 Âncora Cambial.....	17
1.2.2 Âncora Monetária	18
1.2.3 Âncora Fiscal.....	21
1.3 A mudança para o Tripé Macroeconômico.....	26
2 UMA ESTRATÉGIA ORTODOXA (1999 – 2005): O TRIPÉ MACROECONÔMICO.....	32
2.1 Mudança presidencial em 2003	36
3 O AFROUXAMENTO DA ORTODOXIA (2006-2008): O TRIPÉ MACROECONÔMICO FLEXIBILIZADO	39
4 A ESTRATÉGIA DESENVOLVIMENTISTA (2009-2015): NOVA MATRIZ MACROECONÔMICA	46
5 RESULTADOS ECONÔMICOS (1995-2015): UMA APRESENTAÇÃO COMPARATIVA DOS RESULTADOS DAS ESTRATÉGIAS PARA O CRESCIMENTO	51
5.1 Dimensão de atividade.....	51
5.2 Dimensão emprego formal.....	54
5.3 Dimensão Social	55
5.4 Dimensão Fiscal	57
5.5 Dimensão Monetária	58
5.6 Dimensão Externa.....	59
5.7 Comparação dos resultados	62
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	68
REFERÊNCIAS.....	72

INTRODUÇÃO

O Brasil, após o período entre 1930 e 1979, marcado por políticas de cunho intervencionista sobre a economia e por expressivo crescimento e industrialização, passou por uma grande mudança de orientação de política econômica em favor do liberalismo, materializada na concepção do Plano Real em 1994. Esse redirecionamento foi decorrente das décadas de 1980 e início de 1990, ambas caracterizadas pela estagnação do crescimento real total e per capita, hiperinflação e crise de dívida pública. Todos vistos como um esgotamento do modelo econômico anterior. Desse modo, além do combate à hiperinflação, as reformas macroeconômicas ortodoxas após 1994, orientadas ao mercado, tiveram o objetivo de retomar o crescimento sustentado do Brasil adicionado ao controle da expansão da dívida pública. Essa nova abordagem macroeconômica atingiu seu ápice no *Tripé Macroeconômico* de 1999. Os sucessos plenos obtidos foram a eliminação da hiperinflação e a retomada dos superávits fiscais, mas a expectativa de retomada do crescimento mais rápido de longo prazo e a redução sensível da dívida pública se mostraram parcialmente frustradas logo após a virada para o século XXI (BRESSER, 2005).

Após essa parcial frustração de expectativas, ocorreram alterações no regime macroeconômico brasileiro especialmente após 2008 em favor de uma guinada heterodoxa, no que ficou conhecido como a *Nova Matriz Macroeconômica* de desenvolvimento que deu sinais de esgotamento logo entre 2013 e 2014. Dado ao exposto, o problema que se coloca é: **quais os efeitos das novas políticas adotadas após 1995 sobre o crescimento do Brasil?** A relevância da discussão advém da sua recorrência nos debates acadêmicos e entre formuladores de política econômica sobre o melhor caminho a ser trilhado na política econômica brasileira em favor do objetivo de superação da persistência da atual estagnação, caracterizado por lento avanço econômico, processos inflacionários e ascensão da dívida pública no longo prazo.

Nesse sentido, o objetivo geral desse trabalho é analisar, por meio das variáveis relacionadas à dívida pública, setor externo, atividade econômica, inflação e distribuição de renda, os efeitos das estratégias econômicas assumidas após a implantação do Real com a inclinação liberal do *Regime das Âncoras* e *Tripé Macroeconômico* até a homóloga intervencionista como a *Nova Matriz Macroeconômica* sobre a economia do Brasil. A fim de atender o objeto geral proposto, foram elaborados os seguintes objetivos específicos:

1. ***Recorrer à literatura*** especializada acerca do período de 1995 até 2015 da política econômica brasileira com foco nas perspectivas de José Luís da Costa Oreiro, Rogério Lutfalla Werneck e Luiz Carlos Bresser-Pereira sobre os resultados do macroeconômicos e distributivos desde o *Regime das Âncoras* até a *Nova Matriz Macroeconômica*;
2. ***Coletar e consolidar dados*** estatísticos dos agregados macroeconômicos, monetários, fiscais e indicadores sociais (com foco na desigualdade de renda para esse último) a partir de fontes secundárias;
3. ***Redigir e interpretar os dados coletados em séries temporais e tabelas***, confrontando-os através da comparação entre as estratégias do período sob análise;
4. ***Inferir sobre qual tipo de arcabouço de política econômica*** para o crescimento econômico brasileiro sustentado pode, de fato, ser o mais adequado.

A partir dos objetivos elencados, esse trabalho possui como justificativa o debate econômico feito pela literatura especializada voltado para qual estratégia seria mais adequada para o Brasil obter crescimento expressivo e sustentado a longo prazo e a própria experiência pregressa da economia brasileira. De 1930 a 1979, a economia doméstica foi marcada pelo modelo de desenvolvimento econômico intervencionista com o Estado brasileiro tendo papel ativo principalmente na promoção da indústria de transformação em uma estratégia de substituição de importações. Houve avanços generalizados nos setores de infraestrutura, construção civil, saneamento básico e industrial ao longo desses anos; especialmente no tocante as décadas de 1950 e 1970 (LAGO, 2014; NETTO, 2014; ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 2014).

A economia, como um todo, registrou um avanço acelerado. Esse avanço ocorreu com o apoio de políticas fiscais expansionistas financiadas por um sensível endividamento público externo em especial no tocante ao período após o primeiro choque do petróleo. Esse endividamento perdeu sustentabilidade após 1979 e com a posterior crise de liquidez mundial (juros maiores e serviço da dívida em valores majorados) em adição à duplicação do preço do petróleo (principal item importado) (CARNEIRO; MODIANO, 1990). O resultado: degradação da posição externa do Brasil e esgotamento da estratégia então empenhada, estagnação econômica entre 1980 e 1994 (per capita em termos reais) e posterior mudança de orientação política econômica em favor de uma agenda neoliberal. A nova estratégia trouxe estabilização macroeconômica por solucionar o então maior gargalo econômico: a hiperinflação. No entanto, a promessa de que a seguinte abertura comercial, regime de bandas cambiais e as reformas

orientadas ao mercado apoiadas pela âncora cambial fossem o suficiente para retomar o crescimento duradouro de outrora, além da contenção dos preços, foi em boa parte frustrada com a crise cambial de 1998 (BRESSER, 2005).

Esse novo modelo, chamado de *Regime das Âncoras*, foi então adaptado à nova realidade, resultando no *Tripé Macroeconômico* em 1999, que tinha como pilares: *câmbio flutuante, superávit público primário e metas de inflação declinantes*¹. Desse modo, a política econômica da transição entre os governos de Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva mantém os principais preceitos de abertura e liberalização econômica (defendidos pelo Consenso de Washington) e retoma, a curto prazo, alguma estabilidade macroeconômica interna em termos de preços e possibilitou crescimento econômico real. Todavia, essa retomada foi decepcionante pois ocorreu em taxas inferiores às registradas no intervalo 1995 a 1998: média de 2,65% ao ano frente a 3,06%² e sofreu o choque negativo da crise cambial de 2002 o que induziu, após o fim do primeiro governo Lula, uma reação em favor da flexibilização dos pilares ortodoxos e pró-cíclicos vigentes (“tripé flexibilizado”) que resultou em taxas de variação positiva real do PIB superiores a 5% ao ano entre 2006 e 2008 (OREIRO, 2015). Posteriormente, ocorreu a continuidade da mudança de estratégia com implantação da *Nova Matriz Macroeconômica*, de cunho intervencionista e que obteve sucesso na superação do choque externo negativo de 2008 além de sustentar o crescimento até 2013, entretanto logo resultou em estagnação no ano seguinte e crise recessiva em 2015 e 2016 de modo que acabou não sendo suficiente para retomar o desenvolvimento de longo prazo tal como o modelo anterior.

Sendo assim, depreende-se que a relevância da análise dos efeitos das duas estratégias de crescimento nacional advém tanto dos seus impactos sobre o Brasil quanto da ineficácia dessas ao longo prazo. Sendo esse exame relevante, tanto em tempos de predominância ortodoxa (década de 1990) quanto heterodoxa (após 2005). Ademais, a decorrente persistência do cenário de estagnação, vulnerabilidade externa do balanço de pagamentos e alto nível de endividamento apenas poucos anos após a implantação das estratégias de ambos os vieses são também de suma importância para a inferência de um modelo que seja, além de realista, capaz de romper com esse cenário negativo de forma duradoura (BRESSER, 2005; OREIRO, 2015).

¹ Regime usado pelo Plano Real para combater inflação via manutenção de câmbio sobrevalorizado e relativamente fixo, o que possibilitou maior concorrência dos preços internos com os dos produtos importados (com preços em R\$ menores devido ao câmbio valorizado artificialmente).

² Ver Oreiro em *Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz*, 2015.

Nesse sentido, dentro do quadro macroeconômico brasileiro, se torna evidente a dúvida sobre até que ponto as políticas adotadas após o *Regime das Âncoras* e a execução do *Tripé Macroeconômico* até *Nova Matriz Macroeconômica* foram efetivas para solucionar os principais entraves ao progresso econômico (BRESSER; JUNIOR; CROCCO, 2005; OREIRO, 2015). Sobre a superação desses últimos, a literatura evidencia limitantes de ordem conjuntural e estrutural na economia do país que as políticas, tanto intervencionistas quanto liberais, fracassaram contornar em sua integralidade. Outro ponto relevante aborda as falhas de adequação, compatibilidade e coordenação das próprias matrizes de desenvolvimento adotadas após 1999 como uma das causas de fracasso destas na superação da relativa estagnação nacional, em termos reais (OREIRO, 2015). Além disso, muito por conta da não superação desses percalços, ao longo do período de 1995 a 2015 (especialmente após 1999) verifica-se um intenso debate sobre qual a melhor estratégia de política econômica para o caso do Brasil.

Nesse contexto, após o fracasso da *Nova Matriz Macroeconômica*, verifica-se, por um lado, a defesa de políticas voltadas à retomada da austeridade fiscal, menor participação do Estado e reformas estruturais (tributária, administrativa, trabalhista etc.) para superar o quadro negativo vigente na economia: alto endividamento público, desequilíbrio fiscal, inflação e escalada de juros que interferiram no esgotamento do progresso de anos anteriores a 2014 (OREIRO, 2015). De outro lado, além dos pontos de crise pós 2014, temos também propostas que abordam, apesar do fracasso da *Nova Matriz Macroeconômica*, o Estado como um agente importante na retomada do desenvolvimento nacional. A justificativa de manutenção da relevância do intervencionismo estatal advém de questões estruturais da economia brasileira: balanço de pagamentos, baixa produtividade, competitividade limitada, atraso tecnológico e dependência de capital externo pois, de acordo com os adeptos desse pensamento, são eles os pontos de estrangulamento do desenvolvimento no longo prazo e não necessariamente as medidas intervencionistas em si (BRESSER, 2005). Nesse sentido, diante do exposto acima, é de grande valia a análise dos efeitos das matrizes de crescimento do Brasil e verificar, de acordo com a realidade conjuntural e estrutural da economia, qual poderia de fato ser a estratégia cabível para o país crescer a longo prazo.

Dessa forma, de acordo com o que se verifica na literatura especializada sobre a não superação do quadro de relativa estagnação em termos reais no longo prazo, há a oscilação da estratégia de crescimento de uma abordagem neoliberal (em especial o *Tripé Macroeconômico*) para uma keynesiana (transição para a *Nova Matriz Macroeconômica*) em que ambas fracassam em seu objetivo principal de longo prazo. Todavia, são verificadas significativas diferenças em

seus complexos efeitos nos curto e médio prazos na economia brasileira, o que permite a elaboração de três hipóteses para o crescimento do Brasil:

- a) Uma estratégia majoritariamente ortodoxa demonstra maior eficácia.
- b) Uma estratégia intermediária combinada entre os elementos da ortodoxia liberal e da heterodoxia intervencionista demonstra maior eficácia.
- c) Uma estratégia majoritariamente heterodoxia intervencionista demonstra maior eficácia.

A fim de atender o propósito deste trabalho, este trabalho recorrerá à literatura especializada desde a implantação do Real (BRL) até o período da *Nova Matriz Macroeconômica* com foco nas perspectivas dos autores Oreiro, Werneck e Bresser-Pereira. No escopo dessa monografia, a literatura especializada com foco nesses autores servirá como metodologia em conjunto com a exposição dos dados relevantes da estatística descritiva dos dados que estarão dispostos em quadros e séries temporais. A opção por esse método está de acordo com as metodologias largamente utilizadas pela produção acadêmica especializada sobre o tema tratado e a focalização nos autores supracitados se deve à alta relevância desses, às restrições de viabilidade de uma revisão completa da diversa e ampla produção acadêmica sobre economia brasileira contemporânea e a compatibilização dessa revisão ao escopo desse trabalho. Ademais, a exposição de dados e o método da estatística descritiva por meio de médias anuais e valores iniciais e finais registrados é importante para o trabalho na complementação e racionalização da análise dos efeitos das divergentes estratégias adotadas na evolução, variação e tendências das variáveis macroeconômicas, monetárias e distributiva ao longo do período de 1995 a 2015³.

A coleta dos dados necessários será por meio de fontes secundárias: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Sistema de Contas Nacionais (SCN) e Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (SGS-BACEN). Nesse contexto, os dados dispostos concentrarão nas principais variáveis macroeconômicas e sociais relacionadas às frentes de: atividade, setor externo, política monetária, resultado e endividamento fiscal, produtividade do trabalho, emprego formal, desigualdade de renda e desenvolvimento humano. Essas serão as variáveis que

³ Ver metodologia de José Luiz Oreiro em “*Do Tripé Macroeconômico ao fracasso da Nova Matriz. A evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014)*” e de Maria Carolina do Amaral Couto “*Uma análise dos impactos do Tripé Macroeconômico e da Nova Matriz Macroeconômica sobre o crescimento econômico brasileiro*”. Ver também “*A Ordem do Progresso*” de Marcelo de Paiva Abreu (org.).

forneirão base qualitativa e/ou quantitativa para a análise dos resultados das políticas econômicas empenhadas no Brasil.

Desse modo, o desenvolvimento desse trabalho se dará em 5 capítulos. O primeiro será a apresentação e descrição do *Regime das Âncoras (1995-1998)* e o andamento da economia durante sua execução até a crise cambial de 1998. Já o segundo, estará dedicado à apresentação do *Tripé Macroeconômico (1999-2005)* e seus efeitos principais até o ano de 2005. O terceiro capítulo é responsável pelo desenvolvimento sobre o *Tripé Flexibilizado (2006-2008)* e o quarto, prosseguirá com a *Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)*. O último, por sua vez, será a apresentação dos resultados em quadros e séries temporais, o comportamento das variáveis estudadas comparando as quatro estratégias.

1 A ESTABILIZAÇÃO ANTES DO TRIPIÉ MACROECONÔMICO (1995-1998): O REAL E O REGIME DAS ÂNCORAS

Antes de prosseguir para a apresentação de cada uma das estratégias de crescimento nacional do período pretendido, é importante destrinchar o contexto da estabilização macroeconômica promovida pelo Plano Real uma vez que esse forneceu o arcabouço de política econômica vigente na concepção do *Regime das Âncoras* e do *Tripé Macroeconômico* além de ser o plano responsável pelo controle da trajetória ascendente de inflação iniciada com o segundo choque do petróleo em 1979 e que persistiu até o início dos anos 1990⁴ (WERNECK, 2014). A escalada dos preços foi caracterizada por forte componente de custos de matérias primas (imediatamente após o choque de 1979), problemas expectacionais diante da crise da dívida pública, restrições de crédito externo, mecanismos de indexação (efeito *carryover*) e a intensificação de conflitos distributivos entre salários e lucros na renda nacional de modo que a referida escalada foi, além de acentuada, inercial. Diante desse cenário, as políticas de austeridade concebidas ao longo do período 1982-83 quando ainda se acreditava em uma inflação de demanda se mostraram ineficazes para o controle da inflação, com a tese inercial passando assim a ter importância a partir dos planos de estabilização seguintes, porém o sucesso só se realizou com o Plano Real como constará na seção seguir (WERNECK, 2014).

1.1 A estabilização em 1994

Após sucessivos planos de contenção inflacionária incorrerem em fracasso: Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989), Planos Collor I (1990) e Collor II (1991); o Plano Real (1994) foi o que obteve sucesso na estabilização macroeconômica pois rompeu a inércia inflacionária (BRESSER, 2012; WERNECK, 2014). Pelo exposto por Abreu e Werneck (2014), o plano foi concebido após uma forte turbulência política decorrente do ainda recente processo de impeachment de Fernando Collor (1992), havia problemas também relacionados ao agravamento da inflação dada a piora das expectativas, incertezas das duras negociações da dívida externa brasileira após a moratória de 1987 nas quais as exigências dos

⁴ A persistente pressão inflacionária após o segundo choque petróleo de 1979 teve seu início com o componente de custos devido à duplicação do preço internacional do barril, o principal item da pauta de importações. No entanto, o arrefecimento do preço da commodity em meados dos anos 1980 não promoveu a desaceleração dos preços internos.

credores rumavam para maiores garantias de pagamento⁵: criação de provisões, medidas de austeridade fiscal e monetária e a progresso das privatizações. Essa questão externa foi parcialmente resolvida, com o acordo sobre a dívida assinado em 1993 como se verá abaixo:

(...) Em julho de 1992, depois de cerca de 11 meses de negociações lideradas por Pedro Malan, foi delineado um esboço de acordo com os credores privados, que seria assinado em 1993 e que, afinal, veio encerrar o ciclo de endividamento, default e renegociação, iniciado em meados dos anos 1960. A ideia do acordo, envolvendo passivos da ordem de US\$50 bilhões, era conseguir reduzir o valor da dívida e do seu serviço, estender o prazo de pagamento e reduzir a vulnerabilidade da economia brasileira a elevações da taxa de juros internacional, de forma a tornar mais realista a manutenção do serviço da dívida no futuro, sem novas interrupções. Do ponto de vista dos credores, o acordo representava a possibilidade de transformar a dívida brasileira num ativo de risco muito menor do que mostrara ser. A muitos deles, o acordo permitiria liberar vultosas provisões que tiveram de ser constituídas na esteira das sucessivas interrupções do serviço da dívida brasileira observadas desde meados da década anterior. (...) (ABREU; WERNECK, 2014; p.329).

Além da questão específica da dívida externa, o governo estava alinhando a gestão macroeconômica aos preceitos ortodoxos de austeridade fiscal e monetária, além da execução das aberturas comercial e financeira (nessa ordem, iniciadas na gestão Collor) previstos pelo Consenso de Washington no objetivo de uma menor intervenção estatal na economia. Nesse contexto, o Plano de Desestatização promoveu a privatização total ou parcial das estatais de diversos setores com o destaque para o aeronáutico, telecomunicações, minerador e siderúrgico (ABREU; WERNECK, 2014; PAULANI, 2012). Nesse sentido, é nesse contexto de redução do tamanho do estado, de uma hiperinflação com ápice de 2489,1% em 1993, de renegociação da dívida com o FMI e de liberalização do comércio exterior brasileiro (redução de tarifas e proteções) além da maior facilitação dos fluxos de capitais externos na tentativa de atrair investimento direto que o Plano Real foi concebido pela equipe econômica do governo Itamar Franco (empossado após a saída de Collor) (ABREU; WERNECK, 2014)⁶.

Como se vê em Abreu e Werneck (2014), precedendo o plano em si, realizou-se uma reforma monetária convencional: implementado o *cruzeiro-real* em substituição ao *cruzeiro* removendo três casas do valor da moeda e dos preços correntes (“corte de três zeros”). Após essa medida, começou execução do Plano Real, caracterizada por três fases: *medidas de ordem fiscal*, *Unidade Real de Valor (URV)* e *conversão para o Real (R\$)*. Essas três serão mais bem detalhadas na seção seguinte.

⁵ O Fundo Monetário Internacional (FMI) foi um dos grandes credores e, de acordo com a literatura sobre o período, um dos mais exigentes para com a dívida soberana da maioria dos países latino-americanos.

⁶ Ver dados de inflação a preços do consumidor no *Anexo Estatístico 1889-2010* em Ordem do Progresso.

A fase do esforço das *medidas de ordem fiscal*, executada por um Programa de Ação Imediata, tratou de um pacote de contenção significativa de gastos e investimentos públicos anunciado aos agentes juntamente com todas as outras fases do plano de estabilização e que foi negociado e aprovado pelo Congresso Nacional ainda em 1993⁷, essa é uma tentativa de contenção de qualquer efeito de demanda e dar sinalizações ao mercado sobre o que estava por vir. Segundo o que se vê em Abreu e Werneck (2014), dados os efeitos inflacionários, ajuste fiscal conseguido e apesar da rigidez orçamentária (nova constituição) o governo auferiu superávits primários da ordem 2,9% do PIB em 1993 e 5,3% do PIB em 1994. Já a segunda fase estabeleceu uma unidade de conta, a *URV*, conversível ao cruzeiro-real (CR\$) e que seria, gradualmente, a unidade base dos valores dos salários e contratos. A cotação da *URV* era ajustada diariamente com base nos três principais indicadores da economia: IPCA, IPC e IGP-M, começando pela cotação CR\$ 647,50/1,00 *URV* em 01/03/1994 e atingindo CR\$ 2.750,00/1,00 *URV* em 01/07/1994, quanto foi convertida em Real (R\$) na paridade de R\$ 1,00/1,00 *URV*. Essa terceira e última fase, em detalhes, foi a *conversão para o Real (R\$)*, foi a troca dos cruzeiros-reais inflacionários para o novo padrão monetário e a correção de todos os preços da economia por intermédio da URV: CR\$ 2.750/1,00 URV/R\$ 1,00 e executado pelo sistema bancário com o recolhimento da moeda antiga em troca pela nova (ABREU; WERNECK, 2014).

Por meio da *Unidade Real de Valor*, dotada de reajustes inflacionários ao longo de sua vigência levando em conta o alto nível de indexação da economia (o que motivava reajustes de preços, contratos e salários com base em inflação passada e até em expectativas para preços futuros, permitindo alguma proteção do poder de compra dos agentes durante o plano) e com a posterior proibição dos reajustes generalizados após a conversão dos salários e contratos da economia em URV, obteve-se êxito no rompimento da inercia inflacionária de modo que esta sofreu uma queda gradual e expressiva entre o fim de 1994 e 1995 (ABREU; WERNECK, 2014). Os resultados em termos de indicadores macroeconômicos são expressivos quanto ao sucesso do Plano Real especialmente os referentes à nova trajetória da inflação anual: de 2489% em 1993 (antes da estabilização) para apenas 2,5% em 1998, último antes da transição das âncoras de estabilização (1995-1998) para o Tripé Macroeconômico (1999) (ABREU, 2014). A atividade econômica também reagiu positivamente atingido crescimento médio real de 3,06% (1995 - 1998) enquanto a média dos períodos anteriores 1980 a 1989 e 1990 a 1994 apontam estagnação no primeiro e recessão no segundo.

⁷ A questão conjuntural da contenção fiscal estava limitada à rigidez orçamentária, que deveria ser negociada com o Legislativo para ser executada.

Sobre as âncoras citadas a pouco, vigentes até 1998, as quais serão exploradas na próxima sessão, cabe ressaltar que todo processo de troca de padrão monetário tem resíduos inflacionários da moeda anterior sobre o novo circulante. Isso motivou a instauração de três âncoras macroeconômicas nos anos seguintes como uma forma de manter a estabilidade dos preços até que os agentes sinalizassem na prática a confiança no valor da nova moeda e, em consequência, a estabilização monetária conseguida fosse eficaz, sustentável e duradouro. Os desafios para a consolidação também se desdobraram em um novo desequilíbrio fiscal decorrente do arrefecimento da inflação que acabava por servir como um ajuste das receitas em relação aos gastos públicos por meio de ganhos de arrecadação com impostos inflacionários e de senhoriagem significativos até 1994 (PAIVA; WERNECK, 2014)⁸

1.2 As âncoras no *stricto sensu*

As âncoras macroeconômicas, como exposto acima, foram concebidas após a troca do padrão monetário para o Real (R\$) e formaram o arcabouço de medidas de estabilização necessárias ao sucesso do processo anti-inflacionário obtido a partir de 1994 (WERNECK, 2014). Ainda de acordo com Werneck (2014), a necessidade de medidas complementares ao Plano Real se justificou pelo temor de que os agentes econômicos não tivessem confiança no valor do novo padrão monetário e, por consequência, levantasse a excepcional possibilidade de um novo processo inflacionário. Esse risco de desconfiança sobre a nova moeda se justificava no histórico de fracassos dos planos de estabilização anteriores e pela existência resíduos inflacionários sobre a nova moeda, fato esse último é inerente e inevitável a qualquer reforma monetária independente de sua estrutura de implementação (PAIVA; WERNECK, 2014)⁹. O arcabouço acima citado representou o novo regime de controle de inflação até 1998 e abrangeu três frentes: a *cambial*, a *monetária* e a *fiscal* sendo essas, individualmente, as bases de cada uma das âncoras a seguir apresentadas.

⁸ Ver A Ordem do Progresso, capítulo 16, página 331, 2º edição.

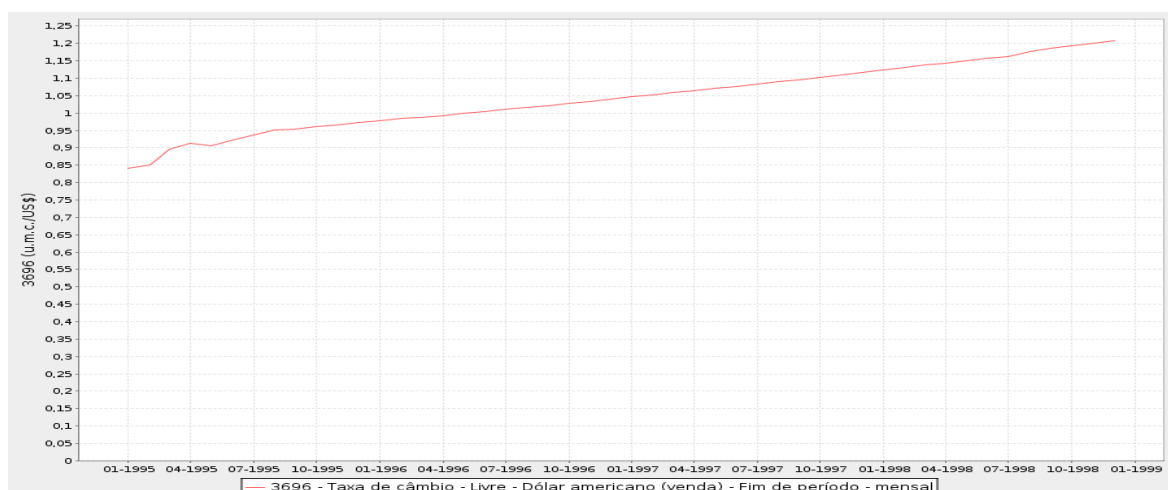
⁹ Sobre os planos anteriores, de acordo com Werneck (2014) que incorreram em fracasso: Plano Cruzado (1986) Plano Cruzado II (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989) e Planos Collor I (1990) e Collor II (1991). Sobre a existência do resíduo inflacionário na nova moeda, isso advém da persistência no curto prazo de eventuais reajustes de preços decorrentes de expectativas de inflação futura ainda contaminadas pela inflação maior do passado: efeito *forwardlooking* em especial em uma economia que acabou de deixar de ser altamente indexada: efeito *carryover*. Para mais detalhes sobre esses dois efeitos, ver *Macroeconomia* (2003), 3ª edição de Oliver Blanchard.

1.2.1 Âncora Cambial

Implementada como um dos mecanismos macroeconômicos do novo regime de controle de inflação: o Regime de Âncoras (1995-1998), a Âncora Cambial desempenhou papel relevante na estabilização ao executar um regime de bandas cambiais caracterizado pela sobrevalorização da moeda brasileira com uma taxa de câmbio administrada e mantidas em valores em torno da paridade de 1,00 R\$/US\$ com foco em bens que possuíam grande participação no comércio exterior (*tradable goods*), com o destaque para os insumos essenciais importados. A manutenção dessa paridade entre a moeda nacional e o dólar, tinha a flexibilidade de permitir a oscilação da taxa de câmbio desde que obedecendo os valores de mínimo e máximo (bandas) definidos pelo Banco Central e que, ao longo do tempo, era revisado para cima ocasionando pequenas desvalorizações da moeda nacional. A política cambial obteve dois componentes complementares que resultou no chamado regime de *bandas cambiais deslizantes*, que serão detalhados a seguir.

Sobre o regime de *bandas cambiais deslizantes*, já praticado pelo Banco Central do Brasil após julho de 1994, foi adotado oficialmente em 6 de março de 1995 com banda de oscilação do câmbio nominal entre R\$0,88/US\$ e R\$0,90/US\$ com revisões posteriores nas quais as bandas cambiais eram deslocadas rumo a uma lenta e administrada depreciação do câmbio (bandas deslizantes) para valores superiores a paridade de R\$1,00/US\$, mas ainda próximos a ela (SILVA, 2002). O comportamento do câmbio no período pode ser visto na tabela abaixo extraída do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil:

Figura 1 - Evolução do Câmbio durante a Âncora Cambial (1995-1999)



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central. Acesso em 26 out. 2025.

Essas taxas sobrevalorizadas exerceram especial efeito sobre o preço em real (R\$) dos bens que possuíam alta participação relativa na balança comercial com consequências sobre os custos da cadeia produtiva. Nesse sentido, até 1998, o novo regime executado pelo Banco Central de bandas cambiais deslizantes a taxas próximas à paridade de 1:1 sujeita à lenta variação, além de fornecer maior estabilidade da moeda nacional no novo contexto das aberturas comercial e financeira do início dos anos 1990, exerceu a função de reduzir a volatilidade e o preço interno das commodities importadas (petróleo, fertilizantes etc.) essenciais à cadeia produtiva nacional. Por consequência, evitou novas pressões inflacionárias de custos que tivessem origem ao valor externo do real.

Além disso, a sobrevalorização promovida pela política cambial vigente para além da focalização nos custos em reais dos bens comercializáveis importados, possibilitou uma maior exposição dos preços brasileiros ao mercado externo diante do ganho de competitividade das mercadorias importadas em relação aos bens de fabricação interna. Diante de uma maior competitividade estrangeira, temos um elemento adicional à redução da pressão altista de custos em moeda nacional dos insumos relevantes da pauta de importações para contenção do nível de preços internos do mercado brasileiro, o que permitiu a âncora cambial lograr êxito enquanto componente do novo mecanismo anti-inflacionário até o ano de 1998, quando se tornou insustentável devido aos choques cambiais precipitados pelas crises cambiais da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998¹⁰ (WERNECK, 2014). As demais frentes do regime assumido após 1994: a monetária e a fiscal serão, por suas vezes, apresentadas nas duas seções seguintes.

1.2.2 Âncora Monetária

Paralelamente ao câmbio, o regime das âncoras promoveu também um estabilizador macroeconômico do nível de preços através da frente monetária. Esse instrumento, por sua vez, funcionou principalmente pela elevação abrupta da taxa básica de juros (SELIC) a níveis excepcionalmente altos, com média próxima a 36,7% a.a. entre 1994 e 1998 como forma de limitar a eventual expansão da alavancagem dos bancos comerciais e do consumo agregado

¹⁰ As duas crises em questão geraram um forte ceticismo do mercado para com economias emergentes com moedas mais fracas que as amplamente transacionadas a nível global: dólar, euro e libra esterlina. A Crise Asiática de 1997 ocorreu por conta de um déficit no balanço de pagamentos externo ocorrido à princípio na Tailândia e depois no restante dos países exportadores da região: Coreia do Sul, Taiwan, Indonésia, etc. por conta de uma desaceleração dessas economias em suas indústrias exportadoras de eletrônicos; o que provocou uma grande saída de capitais dessas economias, em especial após a liberalização dos fluxos de capitalismo início da década. A Crise Russa de 1998, decorreu da declaração de moratória (default) do governo desse país com sua dívida soberana no país o que também piorou as expectativas dos investidores internacionais para economias com características em comum com a da Rússia e dotadas com um passivo soberano e externo como é o caso do Brasil.

diante do novo cenário de retomada do poder de compra por parte do público despertaria temores de novo impulso inflacionário por meio de demanda agregada após o Plano Real no meio de demanda agregada tal como ocorreu em planos anteriores¹¹ (WERNECK, 2014). Além do juro, o Banco Central estipulou, em boa parte do período, o empréstimo compulsório em 70% dos depósitos de poupança e 100% dos depósitos a vista; contraindo a capacidade de expansão dos meios de pagamento com intuito de evitar maior pressão de demanda. Em adição à demanda agregada, há a existência da influência da *âncora monetária* sobre a *âncora cambial* uma vez que os juros (nominais e reais) excepcionalmente altos sobre os títulos soberanos nacionais resultaram em grande afluxo de capitais externos dada a alta atratividade dos ativos brasileiros de renda fixa à época do regime de âncoras vigente.

Como efeito adicional à maior atratividade dos ativos nacionais indexados à taxa SELIC e a retomada da credibilidade nacional frente ao mercado externo, a recuperação do poder de compra interno da moeda brasileira e a melhora da perspectiva macroeconômica a curto e médio prazo, dado o sucesso do Plano Real, atraiu significativo afluxo de investimento estrangeiro direto (produtivo)¹². Nesse sentido, ocorreu acúmulo de reservas em moeda estrangeira especialmente entre 1994 e 1996 em duas formas: investimentos em carteira e investimentos diretos.

Isso viabilizou desde 01/07/1994, a manutenção à época da moeda nacional estável e próxima à paridade, ao menos até 1996 às vésperas da Crise Asiática (1997) e Crise Russa (1998)¹³. Pois, uma vez que a atratividade dos ativos indexados na taxa SELIC e a melhora do investimento externo direto permitiram o aumento dos aportes cambiais, o Banco Central do Brasil obteve recursos para executar as operações de *swap cambial* necessárias para manter o valor externo do Real (R\$) de acordo com o *regime das âncoras* (OREIRO, 2015; PAULANI,

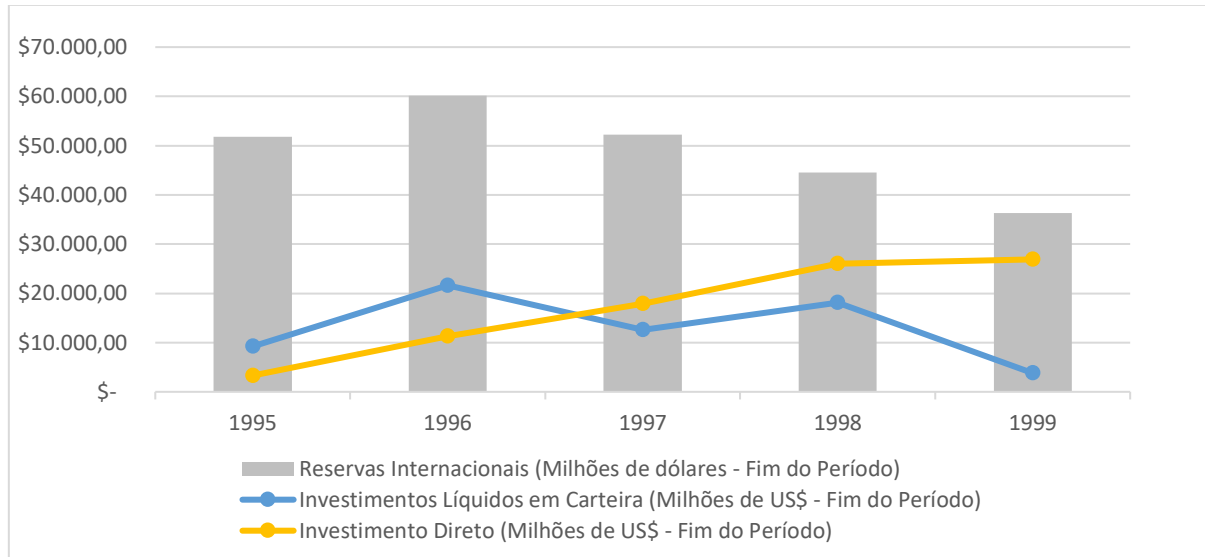
¹¹ Trajetórias inflacionárias em planos anteriores se deveram principalmente ao componente expectacional e ao alto nível de indexação da economia nacional, tendo assim um forte componente inercial. Todavia, de acordo com o que se vê em Werneck (2014), diante da situação excepcional do combate à hiperinflação, e da necessidade de sinalizações ao mercado interno e externo da continuidade do compromisso para com a estabilização após a adoção do novo padrão monetário, foi necessária uma abordagem restritiva e tempestiva no que se refere à política monetária com o objetivo de evitar aceleração de demanda agregada e possíveis efeitos sobre o nível preços. Esse mecanismo de controle inflacionário também estava alinhado com a estratégia de política econômica afirmada no *Consenso de Washington*, caracterizado pela ortodoxa concepção de que a estabilização dos preços e o superávit primário são, necessariamente, os cerne de uma política macroeconômica responsável a longo-prazo de acordo ao que se vê na literatura liberal.

¹² Sendo Werneck (2014) a retomada no poder de compra interno permitiu um aumento sensível e abrupto do consumo das famílias à revelia dos juros exorbitantes. No entanto, isso não resultou em nova escalada inflacionária por mecanismos de demanda agregada.

¹³ A sustentabilidade do Regime das Âncoras, com o passar dos anos, se tornou cada mais de difícil execução por desequilíbrios internos e externos e se agravou com as crises citadas acima e na secção que trata especificamente da âncora cambial.

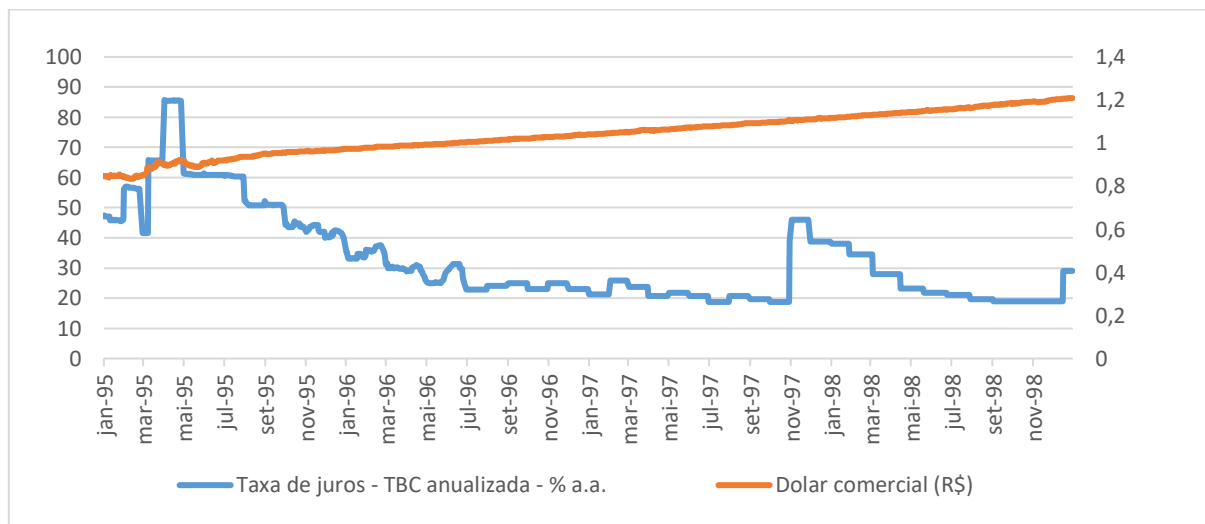
2012). Para melhor explicitar esse mecanismo em que a *âncora monetária* operou, há abaixo dois gráficos com as variáveis relevantes sendo três do setor externo e uma monetária:

Figura 2 - Reservas Internacionais e Fluxos de Capitais (1995-1999)



Fonte: Elaboração própria do autor a partir de dados do Banco Central. Acesso em 26 out. 2025.

Figura 3 - Comportamento do câmbio e SELIC (1995 - 1998)



Fonte: Elaboração própria do autor a partir de dados do Banco Central e IPEA. Acesso em 26 out. 2025.

No entanto, pressões em direção a déficits no balanço comercial nas contas e públicas federais com o câmbio sobrevalorizado, como efeitos colaterais da estabilização, passaram a predominar sobre o otimismo vigente com o Real (R\$) e a retomada do crescimento após 1994, deteriorando posição externa brasileira o que ajudou a comprometer a sustentabilidade futuro do *regime de âncoras* por meio da redução expressiva das reservas internacionais o que

reduziria as condições de execução da política cambial vigente apesar dos juros altos (OREIRO, 2015). Dessa forma, apesar exercerem papel fundamental para a consolidação da estabilização dos preços por meio das bandas cambiais e do juro básico, a excepcionalidade da manutenção do câmbio sobrevalorizado e da taxa básica de juros elevada resultariam em desequilíbrios que comprometeriam o futuro deste regime inflacionário especialmente após 1997 (OREIRO, 2015; WERNECK, 2014). Esse último fato do regime de política econômica inflacionário vigente será mais bem evidenciado na seção 1.3 deste trabalho.

1.2.3 Âncora Fiscal

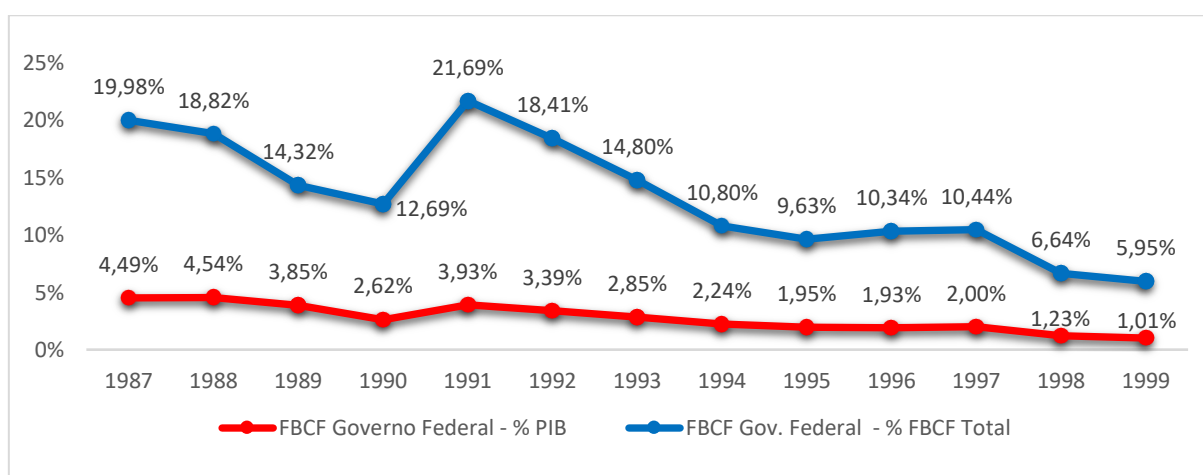
Foi a terceira componente da estabilização macroeconômica do interregno, essa foi uma continuidade da convergência da política fiscal brasileira à redução da participação do Estado na economia iniciada nos anos 1990 (contrapartida ao FMI) durante o processo de renegociação da dívida externa após a moratória de 1987. Esse processo com o Fundo Monetário Internacional e demais credores externos foi caracterizado por grandes exigências referentes à austeridade fiscal, recomendação de privatizações e abertura financeira como pré-condição de reescalonamento do serviço dos débitos externos. Dado contexto fiscal e da posição devedora externa brasileira às vésperas do Plano Real e do Regime das Âncoras, o rumo ortodoxo liberal da política fiscal doméstica se concretizou e passou a ser executado, não apenas devido às questões externas, mas também como uma componente da estabilização pós 1994.

No entanto, acabou por ser de relevância menor em comparação com as duas apresentadas nas seções 1.2.1. e 1.2.2. anteriormente em decorrência da não definição de metas claras para sua execução e das dificuldades para sua execução: alcance do superavit primário após 1994, da composição das contas públicas, da forma como o Estado Brasileiro estava administrando o saldo das contas e, principalmente, da dificuldade política de se promover uma revisão gastos federais de custeio da máquina pública em vez de cortes concentrados nos investimentos públicos (WERNECK, 2014). A importância dessa âncora, do mencionado, foi no tocante às sinalizações ao mercado de capitais, especialmente o externo, para com o compromisso do governo Fernando Henrique Cardoso com a continuidade da política antinflacionária e com a responsabilidade fiscal, o que também auxiliou na atração de aflusos de moeda estrangeira conversível, fornecendo o segundo ponto de sustentação ao regime de bandas cambiais previsto na *âncora cambial* (núcleo do processo de estabilização até 1999). Além disso, boa parte das medidas fiscais estavam de acordo com o receituário ortodoxo,

dominante no debate macroeconômico global então vigente, materializado no *Consenso de Washington* (PAULANI, 2012).

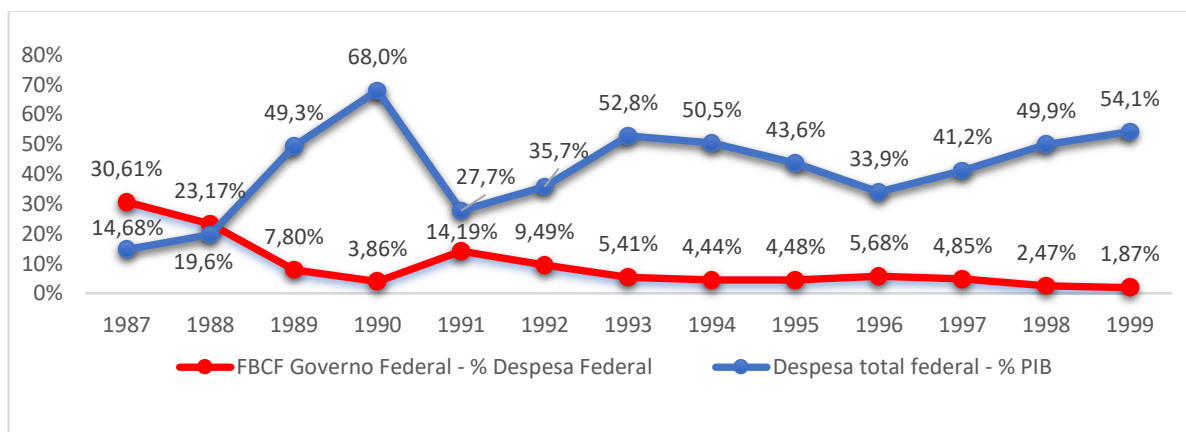
Com o exposto acima da *âncora fiscal*, pode-se verificar que houve uma contenção do gasto público federal, porém concentrada na redução do investimento. Essa redução se deu, tanto no percentual da participação do setor público (notadamente o federal, mas também estadual e municipal) na FBCF em si quanto na proporção do PIB total medido pela ótica da demanda. Fato esse que pode ser mais bem demonstrado no gráfico abaixo desde o ano da última moratória brasileira em 1987 (ápice da crise da dívida externa brasileira) até o Tripe Macroeconômico em 1999 após o fim do *regime das âncoras*:

Figura 4 - Participação do investimento federal - PIB e FBCF



Fonte: Elaboração própria do autor com base em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025.

Com base nos valores acima explicitados além do exibido em Oreiro (2015) em que podemos verificar que os dados sugerem, sim, uma redução proporcional e paulatina do investimento do governo central após a moratória da dívida externa soberana do Brasil em 1987 e a posterior mudança de estratégia de política fiscal nos anos seguintes (destaque após 1990) com significativa continuidade dessa redução do tamanho da presença estatal federal no setor produtivo. O investimento na expansão e reposição da capacidade produtiva foi cada vez mais baseado em inversões do capital privado. Além disso, em uma perspectiva qualitativa, há tendência redutora participação de investimentos no total do orçamento público nacional:

Figura 5 - Relevância da FBCF no orçamento público federal

Fonte: Elaboração própria do autor com base em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025

Essa exibição acima é uma resultante e a ratificação prática de dois dos pontos principais da mudança de estratégia da política fiscal após o ápice da crise dívida externa (1987) sendo um externo e um interno. O primeiro, é a já citada adesão aos preceitos da ortodoxia fiscal do *Consenso de Washington* com a renegociação da difícil posição brasileira diante do mercado de crédito internacional após a declaração da moratória e, o segundo, são as necessidades do processo de desinflação advindo do Plano Real (1994) que foram tratadas, até 1999, por meio do referido *Regime das Âncoras* (WERNECK, 2014). No entanto, outra confirmação sobre é o relativo fracasso brasileiro na redução das despesas federais em proporção do PIB durante dos anos de vigência da *Âncora Fiscal* muito por questões relacionadas à grande dificuldade política da equipe econômica do governo Fernando Henrique Cardoso em promover redução de gastos totais em proporção do PIB, destacadamente aos ligados ao custeio da máquina pública (WERNECK, 2014)¹⁴. Além disso, os gastos monetários relacionados à manutenção devida das *bandas cambiais* vigente, como mencionado na seção 1.2.1., pelo Banco Central representariam futuramente uma pressão nas contas do governo federal por meio da elevação do passivo externo de curto prazo nos anos finais da década de 1990.

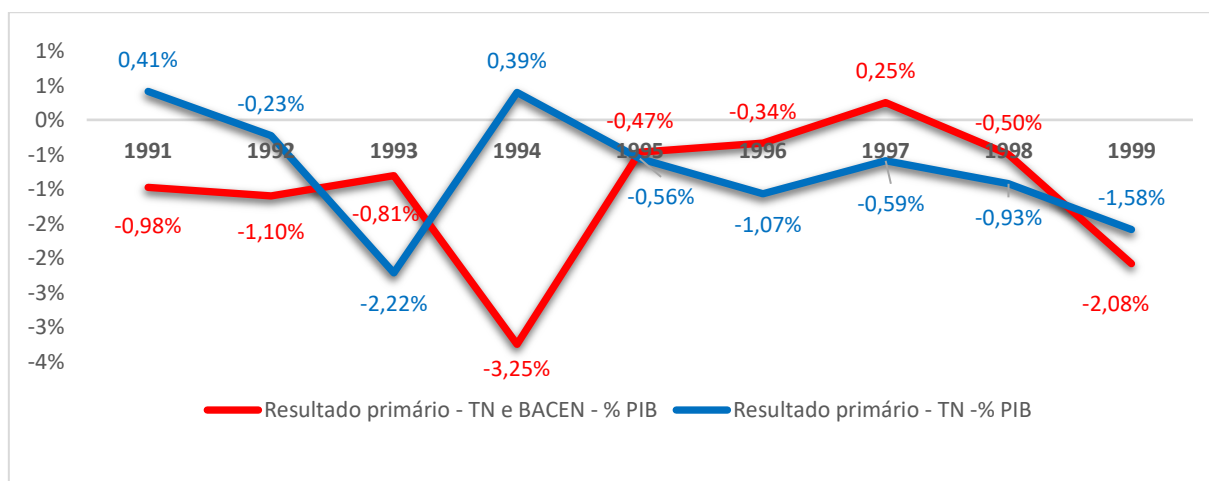
Desse modo, com o processo de combate à hiperinflação anterior a 1994 logrando êxito na estabilização dos preços e, por consequência, eliminando uma parte notável da arrecadação pública federal por conta da redução do chamado imposto inflacionário (ganho de receita

¹⁴ Em maiores detalhes, Werneck (2014) aponta que essa dificuldade política limitou duramente um contingenciamento financeiro mais amplo. A discussão de reforma administrativa federal com a redução de cargos comissionados, revisão dos chamados “supersalários”, simplificação da máquina pública etc., que possuía alto potencial de impacto superavitário no resultado público primário, encontrou grandes entraves no poder legislativo e acabou por não prosperar, apesar dos contextos econômico e político estarem favoráveis às reformas destinadas limitação do tamanho e poder de ação do Estado nas economias.

advindo do aumento do valor ou preço dos bens da economia) e a redução dos ganhos de senhoriagem; o superavit primário almejado pela estratégia de política econômica vigente no período não foi alcançado. O setor público brasileiro como um todo, especialmente na esfera nacional, fez uso das receitas excepcionais do imposto inflacionário nos anos da escala dos preços, especialmente nos anos finais de 1980 e início de 1990, como uma forma de alcançar a receita necessária para equacionamento das contas (ABREU; WERNECK, 2014; WERNECK, 2014)¹⁵. Há de se mencionar que a inflação normalmente pressiona também a despesa pública através da correção monetária (pressão dos gastos com a emissão de títulos públicos com indexadores) e do aumento dos gastos de custeio em uma economia inflacionária e com um nível alto de indexação vigente.

No entanto, com as circunstâncias à véspera e seguinte ao Plano Real, tanto políticas quanto econômicas, demonstra-se um comportamento do orçamento menos sensível ao controle da inflação do lado da redução de gastos do que de receitas o que propiciou uma tendência à realização de déficit primários até ao final dos anos 1990:

Figura 6 - Resultado Primário Federal - Vésperas do Plano Real até o Tripé Macroeconômico



Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025.

Os dados do IPEA evidenciados acima são eloquentes quanto a continuidade da realização de déficits primários federais à revelia do esforço de austeridade da *âncora fiscal* e do pensamento econômico dominante no período. A série de dados do IPEA sobre o Tesouro Nacional (TN), apenas referente ao balanço público federal por excelência (custeio do Estado

¹⁵ Não foi em todos os anos que esse equacionamento foi possível. No entanto, de acordo com Werneck (2014) a arrecadação inflacionária ganhou relevância paulatina às vésperas da estabilização.

e investimentos públicos diretos), demonstra resultados primários anuais oscilantes. Os anos 1991 e 1994 apresentando superávit, 1993 com déficit pequeno se comparado ao PIB e apenas 1993 com rombo orçamentário expressivo (todos fortemente impactados pela hiperinflação e a tentativa de seu controle); de 1995 em diante, com o Real (R\$) em circulando, adoção do *Regime das Âncoras* e os preços controlados, porém, resultado primário percentual do PIB no TN se manteve estável com o esforço de contensão fiscal; todavia ainda registrou sucessivos déficits: variando entre -0,56% e -1,58% do PIB até a adoção do *Tripé Macroeconômico* (1999). Além da dificuldade explicitada pelos números acima e dos entraves políticos da gestão Fernando Henrique Cardoso no Congresso mostrados por Werneck (2014), se acrescentar o orçamento do Banco Central na análise fiscal durante a vigência da *âncora fiscal*, a viabilidade do equilíbrio orçamentário federal a época seria ainda mais comprometida¹⁶.

Nesse contexto, de acordo com os dados do IPEA é importante considerar também o visível impacto fiscal do período da estabilização nos tocante ao Banco Central que, por conta dos gastos envolvidos com a operação logística com a implementação do Real (R\$) em 1994 em substituição ao Cruzeiro-Real (CR\$), fez com que o déficit da autoridade monetária atingisse níveis mais elevados (-3,25% do PIB). Déficit relevante no mesmo órgão federal também ocorreu após 1998 quando houve reversão dos movimentos dos fluxos de capitais especulativos de curto-prazo após os choques das crises da Ásia (1997) e da Rússia (1998) que implicaram em uma grande saída de divisas conversíveis dos países emergentes como o Brasil (maior risco) provocando, por sua vez, aumento das necessidades financeiras do Estado por conta da maior dificuldade do Banco Central de sustentar o câmbio sobrevalorizado (WERNECK, 2014). Isso ocorre em adição ao aumento dos pagamentos do serviço (juros e amortizações) da explosiva dívida pública federal de curto-prazo acumulada em decorrência do influxo de investimentos estrangeiros em carteira de renda fixa - um dos pontos centrais da manutenção da *âncora cambial* e, também, resultado dos altos juros básicos da *âncora monetária* desde o Plano Real o que pressionou o aumento das saídas das divisas desta autarquia federal nos anos finais de 1990 e ajudou na continuidade da realização déficits primários públicos federais como se vê na série do gráfico acima: -0,56% (1998) e -2,08% (1999).

Por outro lado, uma ressalva sobre as finanças públicas, pelo lado das receitas federais, é relevante: o controle do nível de preços propiciou retomada gradual do poder de compra, o que aumentou o consumo agregado das famílias e significou uma melhora do ambiente econômico

¹⁶ Maiores detalhes sobre a discussão política sobre o orçamento público federal brasileiro e as reformas, especialmente a administrativa, que estavam no debate à época; vide Abreu (2014) *Capítulos 14 e 15 - A Ordem do Progresso*.

apesar das altas taxas básicas de juros ao ano; o resultado foi uma relevante melhora de arrecadação pelo fato do crescimento real da atividade econômica, no interregno 1994-1997, atingir média próxima de 3,84%, segundo dados do IPEA. Mas, baseado nessa mesma fonte, os valores desse impulso do nível de atividade não sugerem que foi duradouro e nem suficiente: já em 1998, o crescimento real foi apenas 0,34% e em 1999, 0,47%. O resultado numérico apresentado e a série temporal acima sugerem uma deterioração fiscal a apesar do esforço de austeridade (WERNECK, 2014). Por fim, realizadas as considerações sobre cada uma das três âncoras acima, pode-se avançar para a exposição do impacto resultante do regime de política econômica no interregno 1994-1998 na seção seguinte que foi o grande mote para a mudança março de 1999.

1.3 A mudança para o Tripé Macroeconômico

Com relação ao resultado produzido pelo *Plano Real* (1994) de acordo com Abreu e Werneck (2014) e sua consolidação através das do *Regime das Âncoras* (1994-1998), o rumo da economia brasileira alcançou êxito magistral no que se refere o principal desafio do país nos anos 1990: a hiperinflação. Desse modo, ao contrário dos planos *Cruzado* (1986), *Bresser* (1987), *Verão* (1989), *Collor I* (1990) e *Collor II* (1991), o Real (R\$) conseguiu representar a essencial e necessária estabilização geral dos preços no Brasil: a inflação ao consumidor (FIPE) reduziu de 2.490,9% a.a. (1993) para 8,63% a.a. (1999). Parte significativa da obtenção do sucesso do Real derivou das âncoras, especialmente das frentes *cambial* e da *monetária*. No primeiro caso, como explicito na seção 1.2.1., a contribuição foi por meio de maior concorrência e alívio na pressão de custos de insumos importados; no segundo, como mostrado na seção 1.2.2., foi a atração de divisas em dólar para construção de reservas cambiais expressivas além da contenção ostensiva da monetização da economia brasileira: retomada consumo agregado e alavancagem dos bancos comerciais. O todo da política fiscal (seção 1.2.3.), apesar de inexequível sua consecução por variáveis políticas no que tange ao superavit primário, foi relevante para sinalizar ao mercado o compromisso com a estabilização e o saneamento das contas públicas, especialmente na esfera federal.

No entanto, apesar do incontestável sucesso do Plano Real corroborado por toda a literatura referente aos anos 1990 e pelos respectivos dados econômicos, especialmente os de inflação e crescimento real (até 1998). A estabilização, em seus fundamentos, cobraria o preço inerente a um plano de grande magnitude através de desequilíbrios como: balanço de pagamentos deficitário, aumento do endividamento soberano e não sustentabilidade do

crescimento a longo prazo (BRESSER, 2012; OREIRO, 2015; PAULANI, 2012; WERNECK, 2014). Esses três pontos centrais do desequilíbrio macroeconômico, que eclodiram nos anos finais da mesma década da transição para a nova moeda, passaram a prevalecer na conjuntura brasileira e obrigaram a equipe do governo Fernando Henrique Cardoso a fazer novos ajustes na estratégia de política econômica vigente em direção ao *Tripé Macroeconômico*, cuja sua necessidade se mostrava cada vez mais visível ao longo dos anos até 1999 (OREIRO, 2015; WERNECK, 2014).

No contexto da substituição do *Regime das Âncoras* pelo *Tripé Macroeconômico* os três pontos de desequilíbrio macroeconômico exercem influências mútuas, mas para melhor atingir o escopo deste trabalho faz-se relevante uma breve exposição de cada um à parte. Com relação à posição externa brasileira, o Banco Central registrou um resultante crescimento explosivo do déficit corrente do balanço de pagamentos nacional com o exterior com um saldo de operações saindo de um rombo com US\$ 675,8 mi (1993) até atingir US\$ 25.334,8 mi (1999). Os componentes desses valores correntes de um balanço de pagamentos, em termos contabilidade nacional, advém do saldo comercial (exportações – importações) e o saldo financeiro (rendas recebidas e enviadas do exterior) e a conta de capital (valor de recebimento menos envios de propriedades intelectuais).

No caso nacional, as bandas cambiais vigentes com o Real (R\$) próximo à paridade de 1:1 com o Dólar (US\$) exerceram pressão sobre o setor exportador por conta da competitividade externa da produção brasileira reduzida por conta da sobrevalorização da moeda brasileira, o que aumentou o preço no exterior dos bens e serviços brasileiros. Por outro lado, quanto às importações, o oposto ocorreu (ABREU, 2014; OREIRO, 2015). Consequentemente, baseado em dados do IPEA, o resultado comercial (*free on board*) exterior, que era comumente positivo registrando US\$ 10,466 bilhões em 1993, logo se reverteu em déficit de US\$ 3,466 bilhões em 1994 e se deteriorou ao longo dos anos seguintes até atingir o rombo de US\$ 6,753 bilhões (1997) e que se manteve quase estável no ano seguinte (US\$ 6,574 bilhões). A reversão desse quadro comercial importador líquido brasileiro na época do *Regime das Âncoras* foi gradual e após a adoção do câmbio flutuante (desvalorizado em relação a paridade 1,00 BRL/USD) com *Tripé Macroeconômico* (1999), com o indicador, segundo dados do BACEN, retomando superavit no comércio externo apenas em 2001 com US\$ 698 milhões¹⁷.

¹⁷ Isso também é especialmente relevante com o setor da indústria de transformação. Pois com a abertura comercial a partir do governo Collor (redução de taxas), apreciação cambial do *Regime das Âncoras*, o parque industrial brasileiro esteve em maior exposição à concorrência das importações (especialmente alemã e asiática) o que, por não ter a mesma competitividade em boa parte dos setores, resultou em redução de perda de mercado e aumento

Além do efeito comercial do câmbio sobrevalorizado, a situação fiscal pública (especialmente federal), apesar do esforço de redução de austeridade alinhado ao pensamento ortodoxo dominante nos anos 1990 e largamente explicitado pela literatura especializada, apresentou paulatina piora com déficits primários acumulados em todos os anos do *Regime das Âncoras* (WERNECK, 2014). Outro ponto de deterioração das contas públicas foi o elevado orçamento monetário do Banco Central pela operação da troca para a nova moeda em si e da explosão da dívida soberana externa do Brasil com a elevada média de 36,7% a.a. do juro básico dos títulos públicos praticado pela *Âncora Monetária* para controle de monetização da economia e sustentação do majorado valor externo do BRL (*Âncora Cambial*) por meio da atração de investimentos externos para acúmulo de divisas conversíveis (ABREU, 2014; BRESSER, 2012; PAULANI, 2012). Porém, grande parte desse afluxo de capital foi de curto-prazo e representaria um passivo de elevaria os custos com a dívida externa ao fim dos anos 1990 e seria revertido em evasão com as crises da Asiática (1997) e a moratória Russa (1998) expondo um dos maiores pontos de vulnerabilidade externa brasileira após o sucesso do combate contra a inflação (BRESSER, 2012; PAULANI, 2012; WERNECK, 2014).

Nesse sentido, a situação fiscal deficitária e o saldo em conta corrente nas transações com o exterior em situação semelhante (comercial especialmente), colocaram o Brasil, ao longo dos anos da consolidação da estabilidade de preços, na situação macroeconômica conhecida como os *deficits gêmeos* que ficou ainda mais evidente com a eclosão da crise cambial brasileira em 1999 como reflexo da crise especulativa das moedas das economias do sudeste asiático em 1997 e da moratória da Rússia em 1998¹⁸. Nesse período, de acordo com o IPEA, o resultado primário do Tesouro Nacional (% do PIB), confirma esse quadro macroeconômico: entre 1995 e 1998, média aproximada de - 0,79% ao ano¹⁹. Quanto ao déficit em conta corrente, de acordo com o Banco Central, verifica-se uma piora do indicador, a média entre 1995 e 1999, foi de

no déficit comercial desse setor. Em suma, o início de um processo de desindustrialização do Brasil a partir dos anos 1990 em que a participação industrial no PIB brasileiro reduziu gradativamente (BRESSER, 2014; OREIRO, 2015; PAULANI, 2012). Vale ressaltar também que a grande parte da literatura especializada na abertura comercial do período em questão um súbito aumento de produtividade em decorrência da substituição de bens de capital das fábricas nacionais por bens de produção mais atualizados vindos do mercado externo. Todavia, apesar dessa melhoria específica na indústria nacional, a manufatura de transformação perdeu relevância: saiu de 26,79% do PIB em preços correntes em 1994 para 13,81% em 1998, segundo dos IBGE. Maiores detalhes sobre a indústria serão mais bem pontuados ao fim do capítulo dois desse trabalho quando será marcada a mudança gradual, porém sensível da estratégia de política após 2004, principalmente.

¹⁸ Esse efeito de contaminação especulativo do valor externo do BRL foi em decorrência da similaridade da economia do Brasil em relação a da Rússia e/ou do fato da nova moeda nacional não ter a mesma confiabilidade e conversibilidade do Dólar (US\$) e do Euro (€) do mesmo modo que as homólogas russa e dos países asiáticos em crise (Tailândia, Taiwan, Indonésia, Coreia do Sul etc.).

¹⁹ O déficit fiscal primário ainda desempenhou trajetória crescente, atingindo em 1999 déficit de 1,58% do PIB segundo o Tesouro Nacional. No setor público consolidado com esferas estadual e municipal, o déficit era próximo a 1%, ainda expressivo.

rombo US\$ 26,438 bilhões tendo o ano de 1998 registrado a maior saída líquida: US\$ 33,415 bilhões. Anteriormente ao *Regime das Âncoras* e posteriormente aos planos *Collor I (1990)* e *Collor II (1991)*, o mesmo indicador ficou, entre 1990 e 1994, com uma média deficitária muito inferior: de US\$ 313,9 milhões anuais. O que demonstrou um impacto colateral da estabilização em 1994 e sua consolidação posterior pelo mecanismo citados nas seções 1.2.1, 1.2.2 e 1.2.3.

Em conjunto com a situação dos *déficits gêmeos* nos anos de desinflação, outro preço macroeconômico do regime inflacionário das âncoras vigente foi a elevação do endividamento soberano do Brasil com o exterior dado o passivo adquirido com a atratividade elevada dos títulos de renda fixa indexados à vigente alta taxa SELIC e, em menor grau, da não consecução do superavit federal primário que, apesar do esforço de austeridade, não possuía metas claras. Entre a implementação do Real (R\$) em 1994 e a véspera da mudança para o *Tripé Macroeconômico*, a dívida externa total geral brasileira (em US\$) se elevou em 62,94% no acumulado; o que, em 1998, se traduziria em um ponto sensível de vulnerabilidade que demandou a mudança de arcabouço de política econômica centrado na inflação controlada por meio do câmbio sobrevalorizado (WERNECK, 2014)²⁰.

Por sua vez, de acordo com o explícito em Oreiro (2015) e Werneck (2014), o terceiro mote de mudança da estratégia macroeconômica foi a não sustentação do crescimento real do PIB e a consequente piora de expectativas de curto a médio prazo do setor produtivo. Além disso, o desaquecimento da atividade econômica dada a redução do grande impulso do consumo privado visto após 1994 em uma economia ainda sujeita a altos juros básicos e uma competitividade dos bens importados majorada pelo câmbio valorizado cada vez mais difícil de sustentar com as reservas internacionais declinantes²¹. A conjuntura acima descrita fica ainda mais evidente com os dados da variação real do PIB que apresentou crescimento médio entre 1994 e 1997 de 3,84% a.a., mas desacelerou em 1998 a 0,34% e desencadeando temores quanto à arrecadação tributária (sensível ao nível de atividade) e à capacidade de pagamento em longo prazo dada uma dívida pública, especialmente em moeda estrangeira, em aceleração (WERNECK, 2014).

²⁰ A mudança para o tripé macroeconômico, de acordo com Abreu 2014, com a desvalorização cambial controlada encontrou alta resistência estrangeira e interna na equipe econômica do governo FHC pelo temor da explosão do valor, em reais, no passivo soberano externo brasileiro, frente a uma economia que havia estagnado em termos reais.

²¹ Segundo o BACEN, o estoque de divisas estrangeiras registrou US\$ 51,84 bilhões em 1995 (primeiro ano completo da Âncora Cambial), ápice de US\$ 60,11 bilhões em 1996 e US\$ 36,34 bilhões em 1999, o ano da mudança para o Tripé Macroeconômico.

Desse modo, o Brasil estava diante desses três pontos de vulnerabilidade: cambial, fiscal e de atividade produzidos como efeito colateral ao sucesso contra a hiperinflação. Em adição à necessidade de sair do *Regime das Âncoras*, a conjuntura demonstrava o que a academia brasileira chama de “armadilha câmbio-juros”, caracterizada pela simultaneidade e recorrente necessidade do câmbio sobrevalorizado e manutenção juros básicos nominais e reais elevados no combate à inflação após o Real (R\$), mas com a interrupção do processo de crescimento real a longo prazo (OREIRO, 2015; PAULANI, 2012²²). Considerado o acima exposto, a mudança de estratégia se deu por meio da criação de um plano de austeridade fiscal estruturado em termos de metas previamente planejadas de superávit primário público federal e mais ortodoxo quanto à extensão de gastos públicos e controle da dívida pública federal em proporção do PIB além da substituição das *bandas cambiais* para o *câmbio flutuante* (WERNECK, 2014). Essa transição, com o que é possível depreender com o exposto em Oreiro (2015), representa um ajuste de conjuntura e a continuidade da aplicação do receituário de austeridade e metas de inflação sempre declinantes inclusive em curto prazo previsto pelo *Consenso de Washington*, pois os pilares de política fiscal e monetária, em linhas gerais, foram mantidos quando não enrijecidos, a exceção da política cambial que foi alterada em favor das flutuações de mercado.

Todavia, Werneck (2014) explicita o grande debate interno na equipe econômica do governo FHC acerca da desvalorização controlada do Real (R\$). Em especialmente em 1998, posicionou-se o Banco Central contrariamente a essa medida por conta do temor da explosão da dívida externa em moeda doméstica e da reação desfavorável dos fluxos de capitais internacionais além de novas pressões sobre os preços da economia recém estabilizados, por outro o então presidente da república e sua base política no congresso se mostraram favoráveis da liberalização controlada do câmbio²³. Nesse contexto, para avançar com a transição e evitar problemas de liquidez diante dos crescentes déficits em conta corrente, o governo negociou com o FMI e governos do G-7 (sete economias mais desenvolvidas do mundo) um resgate emergencial de liquidez de US\$ 40 bilhões para atenuar a crise cambial. A contrapartida para o sucesso dessa negociação foi o pacote de ajuste fiscal enviado ao Legislativo, baseado em elevação de carga tributária, proposta de reforma previdenciária para arrefecimento futuro de despesas do INSS e a protocolização no Congresso da Lei de Responsabilidade Fiscal que foi promulgada em 2000 (WERNECK, 2014).

²² Destaque para os economistas brasileiros com inclinação novo desenvolvimentista e social desenvolvimentista. Verifica-se por meio de seus ensaios, motivos políticos e institucionais na situação da “armadilha câmbio-juros”.

²³ Em suma, foi um debate entre a ala política do governo vigente e a ala técnica do governo, com o destaque do BACEN, presidido por Gustavo Franco um dos economistas idealizadores do Plano Real e um dos críticos ferrenhos à desvalorização.

Ainda segundo Werneck (2014) a aprovação de medidas como essas encontrou, como já enunciado, alta resistência no congresso diante da impopularidade inerente a esse tipo de pacote econômico (aumento de tributos), do temor do efeito de um câmbio livre e além de potenciais custos políticos de uma ação dessa em pleno ano eleitoral de 1998. No entanto, a urgência imposta pelo desequilíbrio macroeconômico resultante do *Regime das Âncoras* foi suficiente para vencer as resistências e promover a substituição para o *Tripé Macroeconômico* dotado de *metas de inflação estáveis em curto prazo e declinantes a longo prazo, baixa e estável proporção da dívida pública sobre o PIB além do câmbio flutuante* (WERNECK, 2014). O primeiro trimestre de 1999, após confirmada a reeleição de Fernando Henrique Cardoso e iniciada a transição de arcabouço de política econômica, foi de instabilidade diante da incerteza quanto à capacidade da economia nacional e do governo de minimizar o choque da desvalorização (WERNECK, 2014). No entanto de acordo com Werneck (2014), a turbulência do primeiro trimestre de 1999, que marcou o fim da estratégia das âncoras viria se mostrar mais fácil de se acomodar que o esperado por meios que serão mais bem detalhados no próximo capítulo deste trabalho.

2 UMA ESTRATÉGIA ORTODOXA (1999 – 2005): O TRIPE MACROECONÔMICO

Adotada em 01/03/1999 em substituição ao *Regime das Âncoras*, de acordo com o exposto em Oreiro (2015), a nova estratégia macroeconômica é caracterizada principalmente pelo *câmbio flutuante* (nova política cambial), *política monetária alicerçada em inflação declinante* (política monetária para estabilidade dos preços) e *dívida pública sobre o PIB estável e baixa a médio prazo* (política de austeridade fiscal). Nesse sentido, a troca representou uma mudança na frente cambial em relação ao regime anterior; no entanto, a ligação próxima entre política monetária e inflação além da *austeridade fiscal* como método para orçamento público e controle do débito soberano continuaram a ser pontos estruturais da política econômica até meados do primeiro mandato do governo Lula, a partir de 2005.

A implementação, todavia, foi turbulenta, com o início da desvalorização controlada do Real (R\$) frente ao Dólar (US\$) entre 04 de janeiro e 03 março de 1999 o qual partiu de 1,21 R\$/US\$ para o ápice 2,17 R\$/US\$ o temor do resultante impacto fiscal sobre a dívida pública, da então prevista piora no comportamento da inflação doméstica e da capacidade do governo de lidar com a desestabilização predominou ao longo do primeiro resultando em pessimismo nas previsões dos agentes econômicos (WERNECK, 2014). No entanto, após março de 1999, com novas demonstrações de compromisso com a austeridade fiscal e para o controle inflacionário: a avanço da discussão da Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovação do Regime de Metas de Inflação com metas de 8% a.a. (1999) e 6% a.a. (2000) ancorada na elevação da taxa SELIC de 25% a.a. até 45% a.a. realizada pelo Comitê de Política Monetária do BACEN e o PIB que estagnou com variação real positiva em 0,3% em 1998 em vez do recuo de até 4,5% apontado em previsões da própria então equipe econômica, a acomodação da economia brasileira frente à instabilidade se mostrou mais rápida do que o imaginado após o segundo trimestre de 1999 (WERNECK, 2014)²⁴. Como resultado, nos meses seguintes, o mercado financeiro internacional respondeu a essa melhora, uma vez que os riscos relacionados à transição de política econômica de 1999 se mostraram menores do que o esperado, com o relevante afluxo de capitais externos que permitiu, segundo dados do Banco Central, a

²⁴ O Banco Central do Brasil (BACEN) estava sob a nova gestão, liderada por Armínio Fraga desde 1999 o que ajudou na credibilidade da nova condução da política cambial e monetária brasileiras, outro ponto relevante é o ajuste fiscal público, especialmente federal ter sido feito, principalmente pelo aumento de receitas tributárias do que pelo gasto público por razões políticas vistas ao fim do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso.

valorização do câmbio, agora flutuante, de 2,17 R\$/US\$ para 1,78 R\$/US\$ ao fim do mesmo ano (WERNECK, 2014)²⁵.

Muito por isso, as reservas internacionais apresentaram recuperação parcial nos meses após março: partindo de US\$ 33,8 bilhões para US\$ 36,3 bilhões em dezembro de 1999. Em fins de 1998, era maior: US\$ 44,5 bilhões, mas o movimento acumulado de alta após a turbulência do início de 1999 demonstrou uma significativa normalização do setor externo após a implantação do Tripé Macroeconômico²⁶. Em paralelo ao movimento dos capitais, Werneck (2014) menciona a redução do déficit do balanço comercial. Nessa frente, porém, o resultado foi decepcionante na interpretação da então equipe econômica e dos mercados pois esperava-se um superávit, o que só ocorreu em 2001; porém a variação do déficit comercial do Brasil foi ainda assim relevante: redução de US\$ 6,574 bilhões para US\$ 1,199 bilhão entre 1998 e 1999.

A única ressalva nesse processo de normalização da posição externa brasileira é no tocante ao valor em moeda nacional da dívida soberana externa ainda registrar elevação expressiva por conta de a cotação do dólar fechar o ano de 1999 em 1,78 R\$/US\$ contra 1,21 R\$/US\$ exatamente um ano atrás. Todavia, como a desvalorização cambial foi inferior e menos volátil que o previsto no início da vigência do *câmbio flutuante* com o valor do débito público externo não sofrendo o impacto anteriormente previsto e ficando estável na valoração em Dólar (US\$), o pessimismo referente ao comportamento dessa variável não se confirmou, mas não impediu a razoável estabilização do setor externo (WERNECK, 2014).

Além da frente externa, de acordo com o que se vê em Werneck (2014) a economia brasileira experimentou uma melhora da questão fiscal dado o avanço bem-sucedido, ao longo de 1999, das medidas de ajuste fiscal que gerou reversão do déficit primário do setor público consolidado (união, estados e municípios) que estava superior a 1% do PIB em 1998 para um superávit primário de 3,3% do PIB em 2000. Nesse contexto de melhora externa e fiscal e com a inflação medida pelo (IPCA) sob controle – demonstrando viés de baixa no curto-prazo durante o ano de 2000 e proximidade com a meta de 6% a.a., o Banco Central manteve a redução gradual da taxa SELIC de 19% a.a. até 15,25% a.a. em meados de 2001. O cenário positivo que se organizou na véspera da virada do século resultou em reação do produto da economia: cresceu 4,3% em termos reais ante 0,3% em 1999 e o passivo líquido de todo o setor público

²⁵ Dados: Taxa de câmbio – Livre – Dólar americano (venda) – Diário. Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central. Acesso em fevereiro de 2025.

²⁶ O valor do Real (R\$) frente ao Dólar (US\$) não voltou ao patamar próximo ao 1:1 como no regime cambial anterior, mas o descontrole da desvalorização externa da moeda nacional previsto com a mudança e não ocorreu. Esse relativo equilíbrio externo se reforçaria ao longo de 2000. O próximo problema cambial que a economia do Brasil enfrentaria seria a o efeito de contaminação vindo da moratória da Argentina de 2001.

consolidado se estabilizou em cerca 50% do PIB. O autor ainda menciona que o novo quadro permitiu maior reconhecimento (até político) da virtude da responsabilidade fiscal e do novo Regime de Metas de Inflação.

No entanto, segundo Werneck (2014) o debate político e econômico entre os defensores da ortodoxia liberal vigente e do intervencionismo reascenderia após a piora do cenário externo e dificuldades políticas inerentes às dissidências internas na própria base aliada de Fernando Henrique Cardoso na segunda metade de 2001. Após as medidas de estabilização lograrem êxito sob o recém implantado *Tripé Macroeconômico*, o ano de 2000 foi um ano de crescimento real expressivo (4,3%) e de previsões positivas. Isso se estendeu até meados de 2001, todavia a desaceleração da economia dos EUA (nosso então maior parceiro comercial e origem dos investimentos registrados na conta financeira), os atentados de 11/09/2001 em Nova York e o moratória da dívida soberana da Argentina (país também devedor líquido externo e com uma estrutura econômica parecida com a brasileira) inverteram para negativo o viés das expectativas com relação ao valor do Real(R\$) e seus potenciais efeitos inflacionários, nos juros e de continuidade do ritmo de atividade econômica (WERNECK, 2014)²⁷.

A essa altura, o Dólar (US\$) apreciou do patamar R\$ 1,90 / US\$ ao fim de 2000 até o ápice de R\$ 2,70 / US\$ em outubro do ano seguinte²⁸. Com a divisa nacional desvalorizada, dificultou-se o trabalho do Banco Central em manter o controle inflacionário executado por meio de juros SELIC de curto prazo elevados para cumprir metas de variação do IPCA constantemente baixas a curto e até declinantes a longo prazo; o que obrigou a autoridade monetária a elevar o juro de 15,25% a.a. a 19% a.a. entre fevereiro e julho de 2001 diante deste aumento de incerteza (OREIRO, 2015; WERNECK, 2014²⁹). Além dos condicionantes monetários e cambiais, questões internas relacionadas à falta de energia elétrica no Sistema Interligado Nacional (SIN) com a crescente consumo no ano de 2001 viriam a aumentar temores sobre a interrupção do processo de recuperação que o país passava (WERNECK, 2014). Essa relevante condicionante interna também gerou custos políticos elevados ao governo uma vez

²⁷ Os efeitos de desaceleração norte-americana e desdobramentos dos atentados de 11/09/2001 contra o *World Trade Center*, então maior ícone comercial e financeiro de Nova York, promoveram uma onda de pessimismo nos mercados de investimentos desestabilizando os fluxos de capitais nos ativos de maior risco em especial para mercados dotados dessa característica, os emergentes como o Brasil. Sobre a moratória argentina, a posição devedora externa do país e suas semelhanças ao Brasil propiciou um efeito de contaminação do humor do mercado internacional para com o Brasil.

²⁸ O câmbio, após apreciar no fim de 2001 com a atenuação da desestabilização externa, chegaria a flutuar entre R\$ 3,50/US\$ e R\$ 4,00/US\$ após outubro de 2002 com a consolidação da transição de governo dada a vitória de Lula, o líder da oposição à esquerda heterodoxa e do Partido dos Trabalhadores (PT).

²⁹ Método antinflacionário em termos de metas de inflação e instrumentos de política monetária de acordo com o receituário ortodoxo do Tripé Macroeconômico.

que exigiu um programa emergencial de racionamento de energia (medida impopular) além da retomada de investimentos de longo-prazo em transmissão e geração ³⁰. Nesse sentido, com a conjuntura econômica novamente desafiadora no exterior, riscos sobre o nível de preços e dúvidas sobre atividade em 2001: câmbio depreciado, juros básicos elevados e o risco de interrupção do crescimento; os temores do impacto sobre o valor, em reais, da dívida pública externa, que ainda estava superior a US\$ 200 bilhões obrigaram o governo a negociar ao FMI mais um resgate preventivo de US\$ 15 bilhões em agosto do mesmo ano ³¹.

No entanto de acordo com Werneck (2014), enquanto o governo Fernando Henrique Cardoso, após processo de racionamento e superado o apagão (ápice da escassez de eletricidade), já demonstrava ter contornado em boa parte a crise energética e conseguido o resgate do FMI para manter algum grau de estabilidade dadas circunstâncias macroeconômicas desafiadoras, o ambiente político continuou a se intensificar à medida que a corrida eleitoral de 2002 se aproximava. Nesse contexto, com o resultado do PIB de 2001 sendo de crescimento real bem inferior: de 1,3% ante os 4,3% do ano anterior por conta dos choques externos e internos citados nos dois parágrafos acima em adição aos juros básicos maiores e um câmbio mais caro; as críticas ao governo e à abordagem ortodoxa liberal (austeridade fiscal, juros reais elevados para redução constante da inflação e câmbio flutuante) vigente no *Tripé Macroeconômico* adquiriram adesão no público nos meses seguintes (WERNECK, 2014)³². Essa adesão, ocorrida em 2002, em conjunção com os escândalos de corrupção envolvendo o financiamento de campanha da então candidata Roseana Sarney, do Partido da Frente Liberal e que era um dos maiores pilares da base aliada governista de Fernando Henrique Cardoso (PSDB), acabaram por desarticular os partidos governistas em torno de uma candidatura que se mantivesse promissora e propiciou a vitória de Luiz Inácio Lula da Silva (PT) pela oposição à esquerda frente a José Serra (PSDB) em outubro do mesmo ano (WERNECK, 2014)³³.

No entanto, com o ruído político e eleitoral elevados ao longo do processo eleitoral, a possibilidade de uma inflexão heterodoxa intervencionista no arcabouço econômico brasileiro e à medida que as eleições se aproximavam, as expectativas macroeconômicas ficaram mais

³⁰ A menção à crise energética brasileira de 2001 é relevante para o cenário macroeconômico e político e sua interferência na corrida eleitoral de 2002 em favor da candidatura da oposição. No entanto, maior aprofundamento nessa desviaria do escopo deste trabalho.

³¹ As negociações de resgate de liquidez se deram na esteira do choque negativo da crise da Argentina (2001).

³² As virtudes da responsabilidade fiscal ainda continuariam a ser reconhecidas dado o que aconteceu em fins dos anos 1999 e a posição devedora brasileira. No entanto, a austeridade fiscal e ortodoxia liberal, em especial, estavam sendo criticadas como não sendo mais adequadas para o desenvolvimento nacional.

³³ Apesar de representar uma mudança em relação ao governo FHC, Lula (PT) acabaria por concretizar sua vitória a partir de uma guinada ao centro de seu discurso de campanha e que, em boa parte do tempo seria a forma predominante de seu governo. Esse ponto será mais explorado nos parágrafos seguintes.

pessimistas, o câmbio saiu de R\$ 2,4/US\$ em março para R\$ 3,4/US\$ em julho de 2002 e o risco país do Brasil, medido EMBI, subiu para 2.400 pontos-base (WERNECK, 2014). Por consequência, segundo Werneck (2014), a equipe econômica, antes da transição de mandato, optou por negociar um segundo resgate de US\$ 30 bilhões para viabilizar outra estabilização diante da depreciação cambial e de seus efeitos subsequentes sobre o débito soberano em moeda estrangeira e pressões inflacionárias de custos por meio do encarecimento dos bens e insumos importados na economia. Todavia, com a corrida eleitoral apontando para uma mudança de governo, para que o segundo empréstimo emergencial do FMI fosse concedido, foi feito consenso entre presidentiáveis e a equipe econômica de FHC para que fosse firmado um compromisso de que a nova gestão honraria as contrapartidas do resgate negociado e com uma política macroeconômica minimamente coerente com a então vigente. No caso de Lula (PT) e sua base partidária de oposição, houve grande resistência ao compromisso; mas como a situação dos indicadores econômicos, a piora de expectativas citada acima, a urgência demandada pelo momento e a possibilidade de dividendos eleitorais implicaram na também adesão daquele que viria a assumir a presidência meses depois (WERNECK, 2014).

Com o resgate efetivado de US\$ 30 bilhões distribuídos em um período de 15 meses a partir de setembro de 2002, o problema externo arrefeceu. O risco-país, medido pelo *Emerging Markets Bond Index* (EMBI) reduziu dos 2.400 em julho para 1.600 pontos-base em setembro como desdobramento do resgate. No entanto, Werneck (2014) menciona uma parcial melhora do desempenho do governista José Serra (PSDB) como o maior elemento de estabilização do mercado pois a convergência clara e gradual de Lula (PT) ao centro em detrimento da esquerda e seu compromisso com a política macroeconômica coerente assumido na “Carta ao Povo Brasileiro” não convenceu a maioria dos agentes. Esse último ponto ressaltado se confirmou quando, como já citado, o candidato opositor venceu o pleito em outubro de 2002, o mesmo indicador de risco voltou a patamares de 2.400 segundo dados do EMBI.

2.1 Mudança presidencial em 2003

Após a eleição que resultou na mudança de governo citada na seção anterior, a incerteza elevada pelas propostas da campanha eleitoral vitoriosa e o cenário econômico externo no período 2001-2002, segundo Werneck (2014), levaram à acentuação do pessimismo para a

economia brasileira³⁴. Nesse contexto, sendo necessária uma maior guinada e afastar o discurso heterodoxo para acalmar os agentes econômicos por meio de ações concretas, o novo governo nomeou como ministro da Fazenda, Antônio Palocci (conhecido pelo perfil moderado dentro do PT) e Henrique Meirelles, ex-executivo do Banco de Boston para presidência do Banco Central. Além disso, contrariando as expectativas, a meta de superavit público primário para o setor público consolidado de 2003 foi elevada para 4,25% do PIB frente aos 3,75% fixados anteriormente, representando um enrijecimento da política fiscal austera exercida até 2002, a princípio (WERNECK, 2014)³⁵. A taxa básica de juros também foi elevada até 26,5% a.a. durante os primeiros meses de 2003 para contenção inflacionária e ancoragem de expectativas de inflação futura.

Com a guinada de tendência de política econômica ao centro consolidada e confirmada a política macroeconômica ainda coerente com a anterior, de acordo com o exposto por Werneck (2014), o governo recém-empossado conseguiu recuperar parte da confiança com os agentes econômicos³⁶. Esse movimento, que Paulani (2014) denominou de “beijar a cruz”, foi facilitado também pela melhora do saldo da balança comercial: superavit de US\$ 12 bilhões em 2002 para US\$ 23,5 bilhões em 2003, que foi impulsionado pelo câmbio desvalorizado entre 2001 e 2002 e pelo crescimento da demanda global por exportados brasileiros, especialmente no mercado chinês, permitindo melhoria nas contas externas brasileiras por esse canal já nos primeiros meses de 2003³⁷. Além disso, a redução da incerteza com a aprovação da reforma previdenciária e a melhora das contas externas, a cotação do dólar reduziu de R\$3,50/US\$ em janeiro de 2003 para menos de R\$3,00/US\$ e o risco-país (EMBI) de 1.400 para 700 pontos-base (WERNECK, 2014).

A recuperação foi verificada nos indicadores monetários e de atividade: IPCA de 9,3% a.a. e PIB com crescimento real irrisório de 1,1% e 2003 para IPCA de 7,6% a.a. e PIB

³⁴O risco país (EMBI) ainda superior a 1400 pontos-base e o câmbio flutuou em cotações próximas a R\$ 3,50/1 US\$. Isso provocaria problemas dada a posição líquida brasileira pública externa devedora diante de um câmbio desvalorizado e com efeitos inflacionários internos com o dólar mais caro. A inflação oficial do Brasil, medida pelo IPCA, segundo o IBGE, também havia encerrado 2002 com 12,57% a.a. muito além do topo da meta de 5% a.a. com os choques do interregno 2001-2002; elevando a pressão pela continuidade de políticas fiscal e monetária ortodoxas sobre o governo petista recém-empossado.

³⁵A nomeação de Henrique Meirelles, um economista bem-visto no mercado e um perfil mais próximo aos ortodoxos e o enrijecimento da meta fiscal em 2003 geraram alta resistência interna dentro do PT e da esquerda, defensor da visão de uma política heterodoxa. Essas nomeações, especialmente a de Henrique Meirelles, também fizeram parte da tentativa de alcançar governabilidade à nova presidência da república em um cenário com a oposição, liderada pelo PSDB com grande representação no Legislativo.

³⁶Sobre “beijar a cruz” Paulani (2014) se refere em tom crítico à guinada de Lula à política macroeconômica coerente a dotada do arcabouço da gestão FHC até 2005, alegando que deveria se manter no viés heterodoxo. Para maiores detalhes, ver artigo Terrorismo Econômico.

³⁷A maior procura pelos exportados brasileiros se deveu principalmente pelo crescimento rápido das economias da Ásia ficou conhecida como “boom das commodities”.

acelerando para alta de 5,7% em 2004. Em adição, no âmbito externo, o câmbio flutuante depreciado e o boom das *commodities* contribuíram para o saldo comercial em trajetória ascendente de US\$13,1 bilhões, em 2002, para US\$33,6 bilhões em 2004. O saldo em conta corrente, por consequência, registrou reversão do déficit em conta corrente 1,7% do PIB para superavit próximo de 2% do PIB entre 2002 e 2004 (WERNECK, 2014).

De fato, após a ascensão do petista à presidência, a não confirmação da mudança heterodoxa e o boom das *commodities*, vê-se a estabilização e melhoria das expectativas e, por consequência, do desempenho das variáveis macroeconômicas brasileiras no biênio 2003-2004. Nesse contexto, de acordo com Werneck (2014) o cenário promissor conseguido após meados de 2003 parecia enunciar a capacidade de impacto e consolidação de soluções de consenso mais ao centro entre governo e oposição. No entanto, em junho de 2005, o escândalo de corrupção conhecido como Mensalão, que consistiu na compra de votos no Congresso Nacional por meio de pagamentos regulares, desencadeou uma crise política que acometeu politicamente a cúpula do PT e boa parte da base ministerial do governo Lula³⁸. Por consequência, ocorreu uma série de trocas de ministros e de lideranças internas no Partido dos Trabalhadores que, de acordo com o exposto em Werneck (2014), mudaram o rumo da política econômica do governo federal a partir 2006 em favor de maior intervencionismo, mas ainda mantendo parte do arcabouço anterior, lançando as bases do chamado *Tripé Flexibilizado* (OREIRO, 2015; PAULANI, 2012; WERNECK, 2014).

³⁸ O escândalo do Mensalão, denunciado por Roberto Jefferson do PTB, partido base do governo Lula no Congresso, provocou a saída de alguns ministros do governo, o maior deles de José Dirceu da Casa Civil e do então presidente do PT, José Genuíno. Até a possibilidade de *impeachment* do então presidente Lula chegou a ser cogitada, mas não prosperou. A ala econômica por sua vez, ficou quase intacta.

3 O AFROUXAMENTO DA ORTODOXIA (2006-2008): O TRIPÉ MACROECONÔMICO FLEXIBILIZADO

Após o período marcado pelo que a literatura especializada aponta como *Tripé Macroeconômico: metas declinantes de inflação* (estabilidade e baixa inflação a longo prazo), *superávit primário* (dívida pública sobre o PIB baixa e estável) e *câmbio flutuante*, o Brasil passou por uma mudança de política econômica em decorrência das trocas ministeriais à esteira do Mensalão para a direção de maior intervencionismo na economia (WERNECK; 2014). Essa mudança se deve ao perfil dos novos ministros como Dilma Rousseff (Casa Civil) e Guido Mantega (Fazenda), conhecidos pela perspectiva heterodoxa na economia³⁹. Ao mesmo tempo, remanesceram muitos dos elementos das medidas ortodoxas anteriores, temos como resultante a estratégia de política econômica vigente que Oreiro (2015) aponta como de *Tripé Macroeconômico Flexibilizado*.

As características principais dessa nova estratégia de crescimento são: *inflação estável e com metas contantes, estabilidade da relação dívida pública sobre o PIB em médio e longo prazo, estabilidade na taxa real de câmbio e elevação do salário real* (OREIRO, 2015). Esses componentes da política econômica do período (2006-2008) demonstram uma mudança no que se refere ao controle inflacionário, que antes era ancorado em metas declinantes para metas estáveis; além disso, a política fiscal passou a ser tratada de modo a arrefecer a meta de superávit primário e com a relação dívida pública sobre o PIB estável e abrir espaço para maiores gastos e investimentos públicos na economia; na frente cambial, a compra de reservas internacionais para maior estabilidade do dólar e eventuais intervenções apesar do regime de flutuante ainda vigor e, por último, a valorização do salário mínimo por meio de reajustes ancorados a inflação (medida pelo INPC) adicionado do crescimento do PIB de dois anos antes. Portanto, a redução do Estado na economia e a austeridade características da estratégia anterior são substituídas por graduais expansão fiscal e monetária como meio de acelerar o crescimento econômico por meio

³⁹ Segundo Werneck (2014) a entrada de Dilma Rousseff (PT) no lugar de José Dirceu representou a entrada de membros do partido à nova base ministerial do governo que não concordavam com a guinada de Lula ao centro político. A equipe econômica liderada por Palocci ficou relativamente intacta durante o Mensalão. Porém após as lideranças da equipe econômica pautarem um pacote de ajuste fiscal de longo prazo pois, à revelia da manutenção de superávits primários expressivos, o gasto público primário estava crescendo o dobro da velocidade do PIB a época; especialmente no relacionado a gastos obrigatórios. Nesse contexto, foi proposto o pacote para contenção da velocidade desse crescimento, todavia ele foi duramente criticado pelo próprio Partido dos Trabalhadores e barrado em meio a mudança de prioridades no governo decorrentes do Mensalão. O fracasso na articulação deste foi grande e resultou na troca de Palocci por Mantega no Ministério da Fazenda, em 2006. Mais detalhes, vide “PT articula programa anti-Palocci para 2006”, Folha de S.Paulo, 27 de novembro de 2005, e “Críticas à economia irritam Lula e Palocci”, O Estado de S.Paulo, 13 de dezembro de 2005.

de investimentos públicos e expansão de demanda agregada em uma estratégia voltada ao aumento da participação dos salários reais na economia (estímulo ao consumo dada a maior propensão marginal a consumir da população de renda média-baixa) e indução do investimento em formação bruta de capital fixo pelo recurso público em adição ao privado (OREIRO, 2015).

Nesse contexto, apesar das mudanças, Werneck (2014) aponta que o equilíbrio macroeconômico mantido nos anos anteriores e até o corrente *boom das commodities* continuaram a trazer retornos positivos econômicos positivos 2005 e em 2006 com IPCA acumulado de 12 meses descendente: 5,69% (2005) e 3,14% (2006) e PIB, apesar de menos que em 2004, em trajetória de alta: 3,2% (2005) e 4,0% (2006). Em média, o período 2004-2006, após a estabilização com a transição de governo de 2003, economia apresentou progresso no produto real de 4,3% a.a., o que rendeu a Lula a recondução ao cargo nas eleições 2007⁴⁰. Nesse contexto de reeleição, somado ao desempenho econômico positivo e a melhoria na eficiência na máquina arrecadadora que proporcionaram aumento expressivo real de 10% a.a. na arrecadação pública anos de 2005, 2006 e 2007, verifica-se a mudança e consolidação de percepção e discurso na política fiscal em prol de flexibilização e expansionismo (OREIRO, 2015; WERNECK, 2014).

Nesse contexto, houve mudanças práticas na condução da política econômica. De acordo com o que se vê em Oreiro (2015) e Werneck (2014) as dimensões *fiscal*, *distributiva* e *cambial* foram os principais elementos que sofreram variações em relação ao executado até 2005. No primeiro caso, além do aumento propriamente do gasto público aumentando do dobro do crescimento do PIB como diagnosticado na concepção do pacote de ajuste de longo-prazo ainda na gestão de Palocci, há o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), em 2007; um programa de investimento públicos em infraestrutura por meio de desembolsos diretos e das estatais federais. Na frente *distributiva*, continuidade do programa de distribuição de renda como o Bolsa Família e a nova fórmula do salário-mínimo como reforço ao aumento na participação das camadas mais baixas da população na renda total de modo o índice GINI renda domiciliar continuar a trajetória de queda registrada desde a década de 1990: 0,601 (1995) e intensificada a partir dos anos 2000: 0,583 (2003) até 0,546 (2008)⁴¹. Por último, na frente *cambial*, destaca-se a compra massiva de dólares pelo Banco Central com fim de conter a tendência de valorização da divisa brasileira frente a divisa norte-americana, as reservas

⁴⁰ Dados retirados de PIB - variação real anual - (% a.a.) - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais (IBGE/SCN Anual). Acesso em 2025.

⁴¹ Dados de Índice de Gini Renda retirada do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada da série: Renda - desigualdade - coeficiente de Gini. Acesso em 2025.

internacionais registrando uma alta vertiginosa: US\$ 53,8 bilhões em dezembro de 2005 até US\$ 206,5 bilhões em setembro de 2008 segundo dados do Banco Central⁴².

A partir do exposto no parágrafo anterior, seguindo o escopo é relevante detalhar mais sobre cada uma das mudanças com a implantação do que Oreiro (2015) aponta como *Tripé Macroeconômico Flexibilizado*. A expansão fiscal vista no período foi marcada principalmente pela concepção do Programa de Aceleração do Crescimento que, segundo Werneck (2014), marcou a opção governamental por uma estratégia mais intensiva em capital público: liderar expansão de infraestrutura em vez do setor privado, com aumento em inversões para a energia e transportes. Além de investimentos diretos, a participação de estatais como Petrobrás e Eletrobrás foi evidente, especialmente após a descoberta do Pré-Sal (2006). O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) atuou também no aumento das concessões de empréstimos para esses projetos do PAC: R\$ 46,98 bilhões em desembolsos em 2005 para R\$ 90,87 bilhões em 2008⁴³.

Nesse sentido, Oreiro (2015) aponta aumento notável da participação do investimento público na economia de uma média de 2,7% a.a. do PIB entre 1999 e 2005 para 3,2% a.a. no interregno 2006-2008. No entanto, por mais que tenha representado aumento de inversões na expansão da infraestrutura e indústria, o Programa de Aceleração do Crescimento, ao longo dos primeiros anos, enfrentou uma série de entraves de ordem burocrática, gerencial, técnica e ambiental de modo os desembolsos aprovados ficarem aquém do que se esperava. Obstáculos de ordem institucional também se fizeram presentes: escândalos de corrupção em vários dos projetos, especialmente sob administração do Departamento Nacional de Infraestrutura de Transportes (DNIT) (WERNECK, 2014). Nesse cenário, em 2007, o dispêndio primário federal era de 18% do PIB, mas os investimentos em formação de capital ficaram em torno de apenas 1% mesmo com o PAC.

Sobre a *frente distributiva*, verifica-se a continuidade e até ampliação de políticas de redistribuição de renda e de combate à fome vigentes desde a estratégia anterior a 2006 e a instauração da política de valorização do salário-mínimo com reajustes anuais acima da inflação⁴⁴. No tocante ao Bolsa Família, focalizado em camadas mais pobres da população,

⁴² Setembro de 2008: Iminência do choque da crise de 2008 contaminar a economia brasileira, após os mercados desenvolvidos.

⁴³ Vale mencionar que muitos desses desembolsos estavam direcionados a indústria além da infraestrutura prevista no PAC, pois a política econômica também estava voltada para maior industrialização da economia. Grandes empresas brasileiras também receberam concessões de crédito em uma política que ficou conhecida como “campeões nacionais”. Aprofundamento nesses tópicos extrapolaria o escopo deste trabalho.

⁴⁴ Políticas como: Bolsa Escola (2001), Bolsa Alimentação (2001), Programa Auxílio-Gás (2002) e a evolução destes e do Fome Zero (2003) para o Bolsa Família.

Werneck (2014) menciona aponta uma grande ampliação eram 3,6 milhões de núcleos familiares atendidos em 2003, chegando a 11 milhões em 2006 e 12,8 milhões em 2010 (dispêndio público de apenas 0,4% PIB). No tocante à progressão do salário-mínimo, ela está alinhada tanto ao objetivo de aumentar a participação dos salários na renda total e de aumento da demanda agregada (OREIRO, 2015). A execução desta política de valorização: reajuste baseado no INPC acrescido do PIB de dois anos antes, resultou em um aumento real de 21,28% do salário-mínimo no período 2006-2008⁴⁵. Entre 2003 e 2010, a variação deste indicador é de aumento de quase 63% em termos reais (WERNECK, 2014).

Nesse contexto de expressiva expansão real do salário-mínimo, grande parte dos salários da economia brasileira apresentaram comportamento parecido uma vez que os estratos salariais superiores possuem, direta ou indiretamente, correlação com a dinâmica do salário-mínimo (OREIRO, 2015)⁴⁶. Além disso da valorização do salário-mínimo, o ambiente de expressivo crescimento da atividade econômica durante os anos 2000 propiciaram aquecimento do mercado de trabalho, exercendo pressão altista sobre nível salarial. Como resultado consolidado de medidas de transferência de renda e do mercado de trabalho, o país registrou redução de desigualdade de renda: Índice Gini renda reduziu de 0,570 para 0,546 entre 2005 e 2008 enquanto o PIB obteve alta real acumulada de 15,9% com uma elevação de 21,28% do salário-mínimo no mesmo período. O número de indivíduos na pobreza extrema, como resultado da transferência de renda e do crescimento, registrou redução acelerada: 31,9% desde o Plano Real até 2002 e 50,6% de 2003 até 2010 (WERNECK, 2014).

Aumentos de despesas no orçamento público, segundo Werneck (2014), também foram verificados com o aumento dos reajustes salariais dos entes da federação e das despesas assistencialistas e previdenciárias (indexadas ao salário-mínimo). Esse fato, também teve efeito indireto decorrente das medidas redistributivas, exerceu pressão sobre a composição do orçamento público com o crescimento de gastos de custeio obrigatórios superiores ao PIB e aumentando a participação respectiva no orçamento público⁴⁷. No entanto, maioria dos formuladores da estratégia econômica vigente não estavam convencidos da eventual necessidade de tratar dessa questão orçamentária à época, uma vez que o país possuía superavit

⁴⁵ Percentual calculado a partir de dados do IPEA da variação do salário-mínimo nominal descontado da variação do IPCA no período 2006-2008.

⁴⁶ Taxa de desocupação desempenhou tendência descendente ao longo desses anos: em dezembro de 2002 era de 10,5% e reduziu até 5,3% em dezembro de 2010.

⁴⁷ Essa expansão dos gastos obrigatórios corresponde a redução do espaço para a porção discricionária do orçamento. Situação prevista pela equipe econômica ainda na gestão Palocci na época da proposição do pacote de ajuste fiscal de longo prazo, com revisões e contenções no aumento dos gastos obrigatórios citado no capítulo anterior.

público primário e estava vivendo um período de crescimento e de redução de desigualdade (WERNECK, 2014).

Sobre a *frente cambial*, terceiro ponto de mudança em relação à período do *Tripé Macroeconômico*, o câmbio flutuante foi mantido, mas passou a sofrer intervenções pontuais do Banco Central. Na circunstância de crescimento econômico e de superávits fiscais e comerciais, o Brasil continuou a registrar um afluxo de divisas externas que manteve a tendência de apreciação cambial já verificada desde 2004 (OREIRO, 2015). Nesse sentido, em linha com o objetivo de *estabilidade da taxa real de câmbio*, para manter a competitividade das exportações brasileiras⁴⁸, o Banco Central realizou massivas compras de dólares para conter a forte tendência de apreciação nominal e real cambial. A manutenção da Entretanto, ao longo do período 2006-2008, a cotação da divisa norte-americana apresentou trajetória descendente o que atravancou lograr o objetivo de *estabilidade da taxa real de câmbio* ao fim dos anos 2000 (OREIRO, 2015).

Em adição ao bom nível de atividade econômica e a situação fiscal superavitária, a estratégia do *Tripé Flexibilizado*, influenciada pelo objetivo de *inflação estável*, manteve a taxa de juros básica elevada em termos reais. Esse fato, apesar de ter permitido o controle da inflação em um cenário crescimento, atraiu um afluxo de capitais externos para a renda fixa brasileira no interregno 2006-2008 e contribuiu para a apreciação cambial e não a pretendida estabilidade da taxa real de câmbio (OREIRO, 2015). Nesse sentido, Oreiro (2015) menciona a ocorrência de uma “inconsistência” de objetivos: o crescimento e controle do nível de preços em contraposição a estabilidade do câmbio real, na qual a perseguição aos dois primeiros seria economicamente incompatível com o terceiro dada a conjuntura acima descrita.

O resultado macroeconômico desse contexto decorrido entre 2006 e fim de 2008 confirma isso: avanço real médio superior a 5% anuais do produto; IPCA de 3,14% (2006), 4,46% (2007) e 5,9% (2008) - abaixo do limite superior da meta do CMN de 6% a.a.; enquanto o *índice taxa de câmbio real efetiva (IPCA) – Jun/1994 = 100* recuou de 100,68 para 87,61 entre janeiro de 2006 e setembro de 2008⁴⁹. Outro ponto importante sobre o período, o indicador do resultado fiscal primário do setor público consolidado apresentou superavit um pouco menor, mesmo com a expansão, todavia ainda maior que 3% do PIB, segundo dados do Banco Central. As contas externas, por sua vez, segundo estatísticas do Banco Central, apresentaram

⁴⁸ Inclusive exportações industriais, setor que o governo vigente estimulou em crescimento de produção.

⁴⁹ Tendência de aceleração inflacionária, no entanto dentro da banda superior da meta. O que demonstra controle do avanço de preços ao longo do período antes da Crise de 2008 atingir a economia brasileira no quarto trimestre desse mesmo ano. Quanto ao câmbio efetivo, vide série temporal: Índice da taxa de câmbio real efetiva (IPCA) - Jun/1994=100 do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Acesso em 2025.

bom resultado com fluxo de investimentos externos diretos apresentando alta de US\$ 19,4 bi em 2006 para US\$ 50,7 bi em 2008. Porém os dados de transações correntes, por conta da redução do saldo comercial de US\$ 43 bilhões para US\$ 23,5 bi em decorrência do aumento das importações, apresentam tendência de piora as vésperas do choque da crise de 2008.

Com o exposto no parágrafo anterior, o comportamento da economia brasileira no período do *Tripé Flexibilizado* foi satisfatório caracterizado por crescimento expressivo, inflação controlada e redução de desigualdade. Todavia, além da incongruência entre objetivos citada no trabalho de Oreiro (2015), o mesmo autor cita que essa estratégia propiciou demanda doméstica aquecida e pressionou a conta de importações e, portanto, desequilíbrio futuro nas transações com o exterior. Isso normalmente se deve ao fato de a elasticidade da demanda a estímulos ser maior que a oferta e soma-se isso a conjuntura de valorização cambial registrada entre 2006 e terceiro trimestre de 2008.

Ao fim de 2008, o período do chamado de *Tripé Flexibilizado* foi interrompido pelo choque da crise de financeira mundial em 2008. Essa teve início no setor imobiliário dos Estados Unidos após um excessivo nível de alavancagem dos bancos norte-americanos mediante ao crédito imobiliário em meio robusto crescimento daquela economia. No entanto, com a desaceleração do progresso da renda em um cenário de maior endividamento imobiliário das famílias americanas, a inadimplência e o risco de crédito subiram e provocaram insolvência em boa parte dos recebíveis bancários e uma série de falências de instituições financeiras.

A crise de confiança sistêmica decorrente contaminou a maior economia do mundo e se estendeu globalmente (WERNECK, 2014). No Brasil, os agentes levaram alguns meses para serem afetados pela restrição de crédito; no entanto, a liquidez do sistema financeiro nacional ficou limitada e as taxas de juros futuras subiram. O setor exportador foi o mais exposto ao choque, uma vez que os principais parceiros comerciais reduziram as compras externas devido ao cenário desafiador⁵⁰ (WERNECK, 2014). Nesse sentido, com os motores do crescimento: consumo, crédito e exportações impactados, no quarto trimestre de 2008 registrou-se contração de 14% no PIB trimestral; especialmente com redução de 30% no setor industrial (WERNECK, 2014)⁵¹.

Após esse choque, Werneck (2014) menciona uma mudança de política econômica a partir das medidas fiscais e monetárias para mitigar os impactos contracionistas creditícios e

⁵⁰ Mercados de commodities são foram especialmente afetados pela redução das compras.

⁵¹ Indústria possui alta intensidade de capital e, no Brasil, produz principalmente para o mercado interno. Com a contração do crédito tem maior custo de capital e menor crédito para consumo. Isso faz com que seja o maior o impacto sobre o setor industrial.

desestabilizadores da atividade econômica. A princípio, estas alterações possuíam caráter pontual, mas lançaram as bases para maior expansão fiscal e monetária com resultante aumento da interferência estatal na economia; portanto uma nova estratégia plenamente heterodoxa desenvolvimentista (OREIRO, 2015; WERNECK, 2014). Ainda nesse contexto o choque recessivo provocado pela crise nas principais economias: EUA, Alemanha, Japão, Coreia do Sul, França, China etc. propiciou adoção de políticas fiscal e monetária expansionistas nessas economias e abriu caminho para a equipe econômica do segundo mandato de Lula alterar, de fato, o regime de política econômica no Brasil a partir de 2009 até o que ficará conhecido por boa parte da literatura especializada como a *Nova Matriz Macroeconômica*; que será desenvolvida no capítulo seguinte (OREIRO, 2015; WERNECK, 2014).

4 A ESTRATÉGIA DESENVOLVIMENTISTA (2009-2015): NOVA MATRIZ MACROECONÔMICA

Como enunciado ao fim do capítulo anterior, após a mudança de chave propiciada pela conjuntura da Crise de 2008, a estratégia econômica adotada a *posteriori* é caracterizada por políticas fiscal e monetária expansionistas e política ativa com relação ao câmbio. Objetivos perseguidos são: *inflação estável a longo prazo, crescimento real do PIB, dívida pública estável em relação ao PIB a longo prazo, aumento real dos salários e de seu percentual na renda nacional e estabilidade na taxa de câmbio real*. Com esses pontos centrais, pode-se verificar uma estratégia alicerçada em maior participação do Estado como agente do crescimento por meio da flexibilização da estabilização da inflação e da dívida soberana para prazos mais longos (OREIRO, 2015).

Em maiores detalhes, as políticas fiscal e monetária assumem caráter mais expansionista nos anos seguintes a 2009. Com isso verifica-se a redução da preocupação do superavit público primário em proporção do PIB para estimular a demanda agregada (aumento do dispêndio obrigatório) e aumentar as inversões públicas em infraestrutura além da tendência de juros básicos menos restritivos para estimular os investimentos e o crédito para consumo (OREIRO, 2015). As questões da responsabilidade fiscal e do controle do nível de preços ainda continuaram; todavia de modo afrouxado e com menor relevância, segundo Werneck (2014).

Nesse contexto de nova abordagem e passado o período mais agudo da crise imobiliária em março de 2009, a equipe sob gestão de Guido Mantega se deparou com uma conjuntura favorável a um arcabouço econômico intervencionista (WERNECK, 2014)⁵². As principais economias passavam por expansão fiscal e monetária (medidas contracíclicas) com fins de superação do choque financeiro precipitado nos EUA no ano anterior e instituições internacionais como Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial recuavam em muitas das recomendações econômicas ortodoxas (WERNECK, 2014)⁵³. Desse modo, iniciou um período de vigência da denominada por *Nova Matriz Macroeconômica* (OREIRO, 2015).

Em comum com o *Tripé Flexibilizado*, a política de reajuste do salário-mínimo indexado ao INPC adicionado ao PIB de dois anos anteriores ao ano de referência foi mantida, reforçando

⁵² Arcabouço esse muito mais compatível ao discurso e às ideias defendidas pelas campanhas (2002 e 2006) e pelo governo de Lula (pós Mensalão).

⁵³ Paulo Bernardo, ministro do planejamento brasileiro mencionou que o FMI havia “rasgado a bíblia” em entrevista ao Valor Econômico em 2009.

a tendência de aumento real dos salários e do consumo das famílias⁵⁴. O programa social do Bolsa Família também continuou e abrangeu 12,8 milhões de núcleos familiares em fins de 2010 (WERNECK, 2014). Portanto, a frente distributiva foi mantida durante a *Nova Matriz Macroeconômica* e constitui parte importante dessa estratégia de aumento da demanda agregada nacional, caracterizando o que Oreiro (2015) menciona como crescimento *wage-led* ou *BR social-desenvolvimentismo*.

Após a normalização do choque externo e o início da *Nova Matriz Macroeconômica* foi caracterizado pela expansão fiscal e de crédito às obras públicas para alavancar o crescimento entre meados de 2009 e 2010, especialmente por meio do BNDES (WERNECK, 2014). Ademias, a conjuntura da eleição de Dilma Rousseff (PT), candidata da situação e então ministra da Casa Civil, foi uma propulsora para a nova política econômica (OREIRO, 2015; WERNECK, 2014). Nesse sentido, inicia-se de fato uma metodologia de crescimento alicerçada na heterodoxia desenvolvimentista defendida pela esquerda brasileira.

Como primeiros resultados, o PIB sofreu leve retração real de 0,3% em 2009 (efeito da crise de 2008) e uma alta real elevada de 7,5% em 2010, segundo dados do IPEA. Essa variação positiva para 2010 se deve tanto à continuação da recuperação da dinâmica nacional e internacional pós crise financeira quanto aos estímulos fiscais e creditícios realizados ao longo de 2010 (WERNECK, 2014). Todavia, de acordo com o que se vê em Werneck (2014), a maior parte dos estímulos citados - R\$ 305 bilhões empenhados entre 2008 e 2010 - foram focalizados nos setores elétrico e de petróleo por meio de aportes da Petrobras (refino e exploração do pré-sal) e da Eletrobras (expansão de linhas de transmissão e construção de hidrelétricas no norte do país). Outros setores como transportes e saneamento básico, mesmo contemplados no âmbito do PAC, não obtiveram e mesma fartura de crédito (WERNECK, 2014).

A principal fonte de financiamento desses aportes foi a captação por meio da emissão de títulos de tesouro nacional ao mercado, os dividendos de estatais também foram parte desse capital levantado (WERNECK, 2014). No entanto, por mais que sejam direcionadas ao investimento, essas operações viriam a aumentar o endividamento soberano brasileiro nos seguintes (WERNECK, 2014)⁵⁵. Nesse contexto, os efeitos fiscais da nova estratégia

⁵⁴ O aumento dos salários como proporção da renda nacional continuou a ser objetivo de estratégia econômica como um redutor de desigualdade via mercado de trabalho além da política de redistribuição do Bolsa Família.

⁵⁵ Werneck (2014) menciona os problemas com a forma de contabilização destas operações de emissão de títulos soberanos. A maior parte desses recursos eram disponibilizados por meio do BNDES como empréstimos ao banco pelo Tesouro Nacional (TN) de prazos de 30 anos com juros subsidiados em vez de repasses como era usual de modo a aumentar os recebíveis de longo prazo do TN ao passo que a dívida pública bruta subiu, mas sem aumentar a dívida soberana líquida, enquanto as devoluções dos pagamentos desses financiamentos ao BNDES eram tratadas como receita pontuais. Isso melhorou artificialmente o resultado primário de 2009 e 2010 em diante, o que afetou a confiabilidade de dados oficiais à época. Para maiores detalhes, ver Ordem do Progresso, pág. 377.

demonstram redução dos superávits primários e uma menor preocupação com as metas fiscais; o superávit público primário que foi de 3,33% do PIB, em 2008, para 1,94% em 2009 (WERNECK, 2014). Já em 2010 e 2011, segundo dados do BACEN, houve certa recuperação, respectivamente: superávit de 2,62% e 2,94% do PIB seguida de deterioração deste indicador até o setor público realizar déficit de 0,56% do PIB em 2014 e continuar em campo deficitário nos anos seguintes. O endividamento líquido em proporção do PIB, mesmo diante da expansão fiscal ainda estaria em tendência de controle (cerca de 30% do PIB) dado o crescimento econômico expressivo no período 2010-2013, entretanto entrou em trajetória de alta após 2013, de acordo com dados do Banco Central. Outro ponto relevante da política fiscal expansionista pós 2008 é o viés de gastos de custeio e de consumo agregado que, inclusive, foi mais presente que o de investimento citado acima (OREIRO, 2015).

No tocante ao nível de atividade econômica, segundo dados do Banco Central, após o PIB registrar alta de 7,5% em 2010, o crescimento real médio anual entre 2011 e 2014 ficou em cerca de 2,4% a.a. com irrisórios 0,5% em 2014 após expressivo 3% em 2013. Isso representa uma tendência de desaceleração em relação aos anos anteriores a 2010. O nível de preços, por sua vez, manifestou tendência de aceleração ao longo dos trimestres de 2009 a 2011 com uma demanda ainda aquecida diante de uma interrupção das inversões em Formação Bruta de Capital Fixo (FCBF) breve em 2009, o que limitou o PIB potencial (oferta agregada potencial) até o início de 2011 quando a FCBF voltou a subir (OREIRO, 2015). O Banco Central, com a economia aquecida e percebendo a pressão inflacionária, precisou elevar o juro básico (SELIC) de 8,75% a 10,75% a.a. ao longo de 2010 para desaquecer a demanda agregada, o que ajuda a explicar parte da redução da FCBF até 2011.

O Banco Central operava com a meta de inflação mantida em 4,5% a.a. com intervalo de tolerância entre 3% e 6% a.a. O comportamento do IPCA após 2009, de acordo com o IBGE, demonstrou que o avanço de preços se aproximou e até ultrapassou o limite superior (6% a.a.) da meta perseguida pela autarquia monetária: 4,31% (2009), 5,91% (2010), 6,5% (2011), 5,84% (2012), 5,91% (2013) e 6,41% (2014). Desse modo, diante da nova estratégia de controle inflacionário em prazo mais longo prevista pela *Nova Matriz Macroeconômica* e de acordo com o exposto por Oreiro (2015), o Banco Central parou de aumentar os juros em 2011 e recorreu a medidas contracionistas “macroprudenciais” como aumento de empréstimo compulsório e do nível de capitalização dos bancos. Entretanto, essas medidas não demonstraram a eficácia esperada contra a inflação e essa voltou a subir após 2012 estando próximo do limite superior, diante do cenário de demanda agregada ainda aquecida (OREIRO, 2015).

Nessa conjuntura, após reduzir o juro entre fins de 2011 e 2012, a autarquia monetária voltou a subir o juro básico durante 2013 mesmo com a relutância de boa parte da equipe econômica do governo Dilma Rousseff, adepta da *Nova Matriz Macroeconômica*⁵⁶. Segundo dados do Banco Central, a meta de SELIC subiu de 7,25% a.a. para 11,25% a.a. entre 2013 e 2014. Esse cenário desfavorável, com pressão inflacionária, juro básico mais alto e piora na atividade econômica se aprofundou ao longo de 2014.

A dimensão distributiva da economia brasileira continuou a melhorar com o coeficiente de Gini do rendimento domiciliar per capita, medido pela PNAD, reduzindo de 0,543 para 0,518 no período 2009-2014. De acordo com o exposto em Oreiro (2015), essa melhora pode ser atribuída à continuação das políticas distributivas e de aumento real do salário-mínimo acima da inflação, ainda em um cenário com aumento (mesmo que desacelerado a partir de 2013) no estoque de trabalho formal até 2014⁵⁷. Como exposto no início desse capítulo, essa maior distribuição de renda está de acordo com o que Oreiro (2015) aponta com um dos objetivos da *Nova Matriz Macroeconômica*.

Simultaneamente, a posição externa do Brasil também demonstrou deterioração em suas principais variáveis. O saldo comercial registrou diminuição paulatina, em especial após 2012, a partir de um superávit US\$ 24,8 bilhões em 2009 até atingir déficit US\$ 6,7 bilhões em 2014 especialmente pelo aumento nas importações, de acordo com dados do Banco Central. Ainda segundo a mesma autarquia, o déficit em conta corrente também subiu de US\$ 29,3 bilhões em 2009 para US\$ 110,5 bilhões em 2014, ao mesmo tempo que o investimento externo direto no país atingiu pico de US\$ 102,4 bilhões em 2011, mas recuou até US\$ 87,7 bilhões em 2014 e se tornou insuficiente para compensar o déficit em conta corrente já pouco antes da estagnação de 2014. Nesse mesmo contexto, de acordo com o Banco Central, o câmbio nominal depreciou de cerca de R\$ 1,70/US\$ até próximo de R\$ 2,60/US\$ entre o dezembro de 2009 até o mesmo mês de 2014, parte disso se deve ao próprio objetivo de melhorar a competitividade externa das exportações brasileiras em especial no setor industrial (OREIRO, 2015). Essa depreciação da moeda brasileira durante os anos da *Nova Matriz Macroeconômica* ainda se acentuou - já no segundo mandato de Dilma Rousseff - com a deterioração da conjuntura macroeconômica agravada após 2015.

⁵⁶ Apesar de ajudar no controle da inflação, o juro básico elevado diminui a atratividade de investimentos em formação de capital fixo em favor de ativos de renda fixa. Outra consequência é o aumento do custo do crédito em toda a economia, o que tende a diminuir o crescimento até então estimulado pelo mercado de trabalho, exportações e política fiscal expansionista.

⁵⁷ Sobre o estoque de trabalho, ele apresentou avanço expressivo dos salários ao longo dos anos anteriores a 2010 até a desaceleração após 2013 e recuou após 2014.

Desse modo, de acordo com o exposto acima e com Oreiro (2015), as expectativas iniciais da *Nova Matriz Macroeconômica* de alavancagem do crescimento nacional por meio de estímulos públicos com políticas fiscal e monetária expansionistas não se concretizaram em prazos mais alongados. Segundo dados do IBGE, o investimento agregado com relação ao PIB subiu entre 2009 e 2013 de 19,1% até 20,9%, mas começou a recuar em 2014 até atingir cerca de 14% em 2017 por conta da piora das incertezas diante da tendencia crescente de desequilíbrio macroeconômico no tocante ao fiscal, ao inflacionário e juros básicos em trajetória de alta (OREIRO, 2015)⁵⁸. Portanto, pode-se depreender que a *Nova Matriz Macroeconômica* fracassou em grande parte.

Autores como Werneck (2014) atribuem isso às falhas da própria estratégia no âmbito fiscal público com a continuação do crescimento de gastos de custeio superior ao avanço do PIB e a problemas de gerenciamento dos vultosos investimentos previstos pelo PAC sem a devida atenção às restrições de ordem fiscal e seus impactos macroeconômicos e inflacionários. Em adição à questão do fiscal deteriorado, autores como Oreiro (2015) atribuem esse fracasso à inconsistência estrutural da política econômica entre os objetivos incompatíveis entre si (controle de inflação e competitividade externa), além dos estímulos à demanda com reajustes do salário-mínimo superiores à produtividade do trabalho e a taxa SELIC elevada, inclusive em termos reais⁵⁹. Dessa forma, verifica-se pelo exposto nesse capítulo desse trabalho que a *Nova Matriz Macroeconômica* logrou êxito importante no âmbito distributivo (redução concisa do Gini brasileiro), mas fracassou em todo o restante: atividade econômica, estabilidade da dívida soberana e de preços além sofrer pressão de um mercado internacional favorável às *commodities* como nos anos 2000. Por fim interrompeu um período de vários anos de avanço econômico do Brasil durante as estratégias anteriores a 2008⁶⁰.

⁵⁸ Essa conjuntura de desequilíbrio viria a precipitar em redução da taxa de investimento em relação ao PIB para patamares novamente inferiores a 20% que é apontada por muitos economistas como mínima suficiente para alavancar um crescimento mais expressivo sem maiores pressões inflacionárias a longo prazo.

⁵⁹ Sobre o salário-mínimo, Oreiro (2015) menciona esse reajuste acima da produtividade marginal do trabalho como um estímulo à inflação e um ponto de dificuldade para a competitividade externa da economia do Brasil, especialmente na área industrial.

⁶⁰ O setor industrial, em especial o de transformação, foi o mais afetado por essa recessão após fins de 2014.

5 RESULTADOS ECONÔMICOS (1995-2015): UMA APRESENTAÇÃO COMPARATIVA DOS RESULTADOS DAS ESTRATÉGIAS PARA O CRESCIMENTO

Após a descrição das estratégias econômicas executadas e do andamento da economia do Brasil desde o Plano Real até a crise da Nova Matriz Macroeconômica nos capítulos de 1 a 4 e, seguindo o escopo desse trabalho, faz-se relevante a comparação entre os 4 métodos de política econômica adotados no interregno 1995-2015 por meio da apresentação dos dados macroeconômicos em painéis e gráficos. As variáveis usadas serão: *PIB (variação real)*, *Dívida Pública Líquida/PIB*, *Resultado Fiscal do Setor Público/PIB*, *Taxa de Câmbio*, *Reservas Internacionais*, *Balanço Comercial*, *Investimento Externo Direto no País (IDP)*, *Saldo em Transações Correntes*, *Taxa de Juros SELIC*, *Taxa de Investimento/PIB*, *Inflação*, *Índice de Gini Renda*, *Produtividade por Hora Trabalhada*, *Índice de Desenvolvimento Humano (IDH)* e o *Nível de Emprego Formal*. A escolha destas e da apresentação dos dados por meio de séries temporais e tabelas estão de acordo com o desenvolvido acima e são largamente utilizadas pela literatura especializada em economia brasileira (BRESSER, 2004; OREIRO, 2015; PAULANI, 2012; WERNECK, 2014).

5.1 Dimensão de atividade

Tabela 1 - Evolução comparada dos Macrossetores da economia por regime de política econômica. [variação real média anual – (%)]

Período	PIB – agropecuária	PIB – indústria	PIB – indústria de transformação	PIB - serviços	Brasil - PIB
Regime de Âncoras (1995-1998)	2,81	1,29	-0,07	1,89	2,59
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	4,84	2,18	2,95	2,93	2,77
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	4,55	4,10	3,84	4,99	5,04

Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	2,86	0,54	-1,48	2,18	1,89
---	------	------	-------	------	-------------

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025.

Os dados acima apresentados demonstram o maior avanço anual da economia durante o *Tripé Flexibilizado* com destaques para a indústria total e de transformação em adição ao setor de serviços. Grande parte desse fato se deve ao dinamismo, citado acima, em meados dos anos 2000 quando a estratégia econômica combinava preceitos ortodoxos e heterodoxos com a associação entre a estabilidade e retorno do capital público nos investimentos na economia como se vê no quadro a seguir (OREIRO, 2015):

Tabela 2 - Performance comparada do PIB e do investimento por regime de política econômica.

Período	PIB - taxa de investimento - preços correntes – média anual - (% PIB)	Investimento público – média anual - (% PIB)	Investimento público – média anual - (% do total investido)	Brasil - PIB - variação real – média anual - (%)
Regime de Âncoras (1995-1998)	19,14	3,66	19,12	2,59
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	17,52	2,69	15,35	2,77
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	18,20	3,09	16,98	5,04
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	19,94	3,95	19,81	1,89

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA e FGV-IBRE. Acesso em 26 out. 2025.

Pelo exposto nesse quadro, a aceleração da economia até avanço médio de 5% a.a. do nível de atividade registrado entre 2006-2008 coincide com a retomada do investimento público até 3,09% do PIB diferente do executado nos dois períodos anteriores, que cresceu até 3,95% do PIB na estratégia seguinte. Todavia, com o exposto no capítulo 4, especialmente no referente à inflação, ao equilíbrio fiscal e estímulos de demanda, os estímulos públicos intensivos da estratégia da Nova Matriz Econômica (2009-2015) elevaram o investimento total sobre o PIB, mas não lograram o êxito visto no interregno 2006-2008.

Tabela 3 - Participação dos Macrossetores – % PIB – Média do Período.

Período	PIB - agropecuária - preços correntes	PIB - indústria - preços correntes	PIB - indústria - transformação - preços correntes	PIB - indústria - extrativa e outros - preços correntes	PIB - serviços - preços correntes
Regime de Âncoras (1995-1998)	5,49	25,86	15,10	10,76	68,65
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	6,04	26,98	15,91	11,07	66,97
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	5,24	27,38	16,57	10,81	67,38
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	5,06	25,33	13,31	12,02	69,61

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025

O quadro acima aborda a evolução da participação percentual dos macrossetores da economia brasileira. Nesse caso, apesar desse ponto não estar no centro da temática deste trabalho, faz parte da descrição do perfil do produto nacional ao longo do tempo. Nesse sentido, é perceptível a redução da participação da indústria (especialmente a de transformação) entre 1995 e 2015 mesmo com uma alta até 16,57% (*Tripé Flexibilizado*) e com política industrial auxiliando esse setor a partir de meados dos anos 2000 acompanhada ao aumento do peso relativo do setor de serviços o que aponta uma trajetória geral de desindustrialização do Brasil que nenhuma das estratégias desempenhadas foi capaz de reverter. Esse ponto específico é reforçado quando se verifica o quadro seguinte:

Tabela 4 - Evolução da Produtividade por Horas Trabalhadas – Variação média anual (%)

Período	Agropecuária	Indústria	Serviços	Total
Regime de Âncoras (1995-1998)	5,36	-1,24	0,27	0,94
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	5,42	-1,08	-0,23	0,48

Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	6,00	0,32	1,72	2,04
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	7,70	0,68	0,51	1,25

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados da FGV IBRE. Acesso em 15 out. 2025

No tocante à produtividade da hora trabalhada, é perceptível a vantagem do *Tripé Flexibilizado* no indicador consolidado para economia doméstica como um todo (2,04%) e para o macrossetor de serviços (que possui o maior peso relativo). A agropecuária e a indústria obtiveram melhores resultados de produtividade durante a *Nova Matriz Macroeconômica*, no entanto, a primeira demonstrou ganhos acelerados e expressivos durante todos os períodos e a segunda registrou resultados positivos irrisórios a partir do *Tripé Flexibilizado* apenas.

5.2 Dimensão emprego formal

Tabela 5 - Evolução do emprego formal.

Período	Total de postos – Média mensal do período.	Total de postos – Mínimo do período.	Total de postos – Máximo do período.
Regime de Âncoras (1995-1998)	21.988.379	21.133.906	22.430.316
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	23.177.173	21.092.695	26.952.495
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	29.921.618	27.070.934	32.152.437
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	38.255.227	32.085.360	39.603.573

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025

Com o exposto na tabela 5, é perceptível aumento paulatino no estoque de trabalho formal no país durante todo o período. Quando analisada a média mensal dos postos ativos (primeira coluna), foi registrada a aceleração do aumento dessa média durante o Tripé Flexibilizado e a Nova Matriz Macroeconômica. A mesma tendência se verifica nas outras colunas, de mínimo e máximo, do estoque de postos de emprego formal, o que indica maior dinamismo do mercado de trabalho formal ao longo dos anos 2000, sobretudo após o Tripé Flexibilizado até o esgotamento da política da Nova Matriz Econômica em 2014-2015.

Tabela 6 - Participação dos Macrossetores no emprego formal.

Período	Total	Agropecuária - % Total	Indústrias de transformação - % Total	Indústria total - % Total	Comércio e Serviços - % Total
Regime de Âncoras (1995-1998)	21.957.753	5,64	24,02	32,56	61,83
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	23.177.173	4,85	23,38	30,37	64,81
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	29.921.618	4,44	22,63	29,86	65,71
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	38.255.227	3,77	20,15	28,92	67,32

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025

Já com relação à evolução do trabalho formal, a tabela acima explicita (ressalvando-se o fato de setor de serviços normalmente mais intensivo em mão de obra) o maior direcionamento dos postos de trabalho em direção ao macrossetor de serviços durante todo o período. Temos redução relativa na agropecuária e o maior na indústria de transformação, indicando realmente uma mudança no perfil do trabalho economia em prol do setor de serviços.

5.3 Dimensão Social

Tabela 7 - Evolução Índice de Gini.

Período	Índice de Gini - Inicial.	Índice de Gini - Terminal.	Índice de Gini - Máximo.	Índice de Gini - Mínimo.
Regime de Âncoras (1995-1998)	0,601	0,600	0,602	0,600
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	0,594	0,570	0,596	0,570
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	0,563	0,546	0,563	0,546

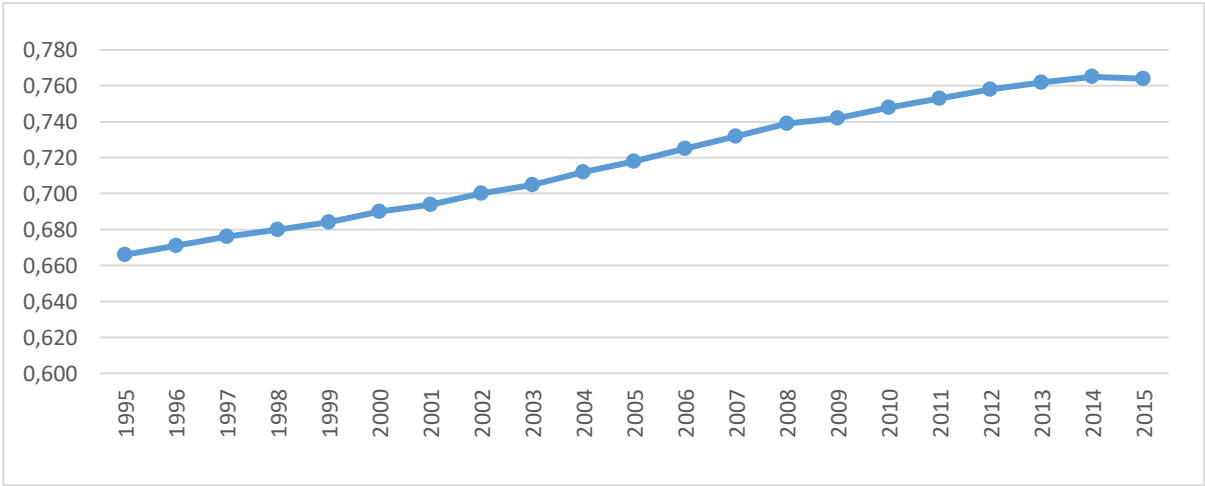
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	0,543	0,524	0,543	0,518
---	-------	-------	-------	-------

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025.

No que se refere à dimensão social, temos na tabela acima o índice de Gini apontando redução da desigualdade de renda sobretudo a partir do Tripé Macroeconômico (1999-2005). O período do Regime das Âncoras (1995-1998) registrou estabilidade desse indicador uma vez que o foco da então política econômica era a estabilização pós Plano Real. Em suma, todas as políticas desde 1999 foram exitosas em reduzir a concentração renda com política ativas e o próprio dinamismo econômico registrado antes da crise de 2008 e após a recuperação de 2009 até 2013 (meados da Nova Matriz Macroeconômica).

A única ressalva que merece atenção é com relação ao período 2009-2015: o Gini terminal (0,524) e menor que o inicial (0,543) o que indica redução de desigualdade, mas o mínimo desse período é 0,518. Ou seja, nesse período, a redução foi bem-sucedida, mas inconstante. pelo desenvolvido desse trabalho, provavelmente os desequilíbrios da Nova Matriz Macroeconômica que precipitaram na crise após 2014 parece o grande responsável por isso.

Figura 7 - Evolução - Índice de Desenvolvimento Humano - Brasil (1995 - 2015)



Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA. Acesso em 26 out. 2025.

Além da questão distributiva, verifica-se, ela figura acima o aumento do Índice de Desenvolvimento Humano ao longo das estratégias econômicas desde 1995 com uma interrupção em 2014 com a crise recessiva ao fim da Nova Matriz Econômica (2009-2015).

5.4 Dimensão Fiscal

Tabela 8 - FBCF, Investimento Público e Resultado Fiscal.

Período	PIB - taxa de investimento - preços correntes – média anual - (% PIB)	Investimento público – média anual (% PIB)	Investimento público – média anual (% Investimento total)	Resultado primário - Total - Setor público consolidado (% PIB)	Resultado nominal - Total - Setor público consolidado (% PIB)
Regime de Âncoras (1995-1998)	19,14	3,66	19,12	-0,18	-6,01
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	17,52	2,69	15,35	3,37	-3,99
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	18,20	3,09	16,98	3,24	-2,77
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	19,94	3,95	19,81	1,28	-4,21

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do IPEA e IBRE-FGV. Acesso em 26 out. 2025

No que tange a política fiscal do período estudado, os dados acima traduzem em linhas gerais os rumos das estratégias no período. No caso verifica-se maior conciliação entre investimento público e os bons resultados fiscais durante o Tripé Flexibilizado (2006-2008) pois ao mesmo tempo em que o governo retoma investimentos, o setor público ainda realizava mais de 3% a.a. de superavit primário e os reflexos deste sobre o resultado nominal (além de outras variáveis internacionais) é também perceptível.

Tabela 9 - Dívida Pública - % PIB.

Período	Resultado primário - Total - Setor público consolidado	Resultado nominal - Total - Setor público consolidado	Dívida Líquida do Setor Público – Interna	Dívida Líquida do Setor Público – Externa	Dívida Líquida do Setor Público – Total
Regime de Âncoras (1994-1998)	-0,18	-6,01	33,17	5,77	38,94

Tripé Macroeconômico (1999-2005)	3,37	-3,99	44,79	3,13	47,92
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	3,24	-2,77	46,27	-8,70	37,57
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	1,28	-4,21	47,01	-11,37	35,64

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do BCB-DSTAT. Acesso em 26 out. 2025.⁶¹

A tabela 9 acima também apresenta a visão sobre a dimensão fiscal brasileira no período estudado nesse trabalho com foco no endividamento soberano em si. Nesse quesito verifica-se também a melhor combinação entre o expressivo superavit primário (coluna 1) e dívida líquida do setor público (coluna 5) durante do Tripé Flexibilizado, antes da crise de 2008. Isso se deve ao resultado primário ainda semelhante ao período de 1999-2005 e a dívida líquida menor e mais internalizada em moeda nacional (vide colunas 3 e 4) enquanto a posição externa (sujeita ao câmbio) se tornou favorável. Durante a Nova Matriz, foi registrada a dívida líquida sobre o PIB menor que entre 2006-2008. Todavia, o resultado fiscal em si foi sensivelmente menor e esse indicador ficou artificialmente mais baixo em fins do interregno 2009-2016 pela depreciação do Real (R\$) associada ao maior estoque de reservas internacionais acumulados no Banco Central o que ajuda a explicar os -11,37% do PIB em dívida líquida externa (coluna 4).

5.5 Dimensão Monetária

Tabela 10 - Comportamento da Inflação e Juro Básico.

Período	Inflação - IPCA - acumulada	Inflação média - IPCA - Taxa anualizada	Juro básico - (% a.a.) - Valor Mínimo	Juro básico - (% a.a.) - Valor Máximo
Regime de Âncoras (1994-1998) a partir de Julho de 1994 (Introdução do Real)	70%	12,53%	18,74	46,02
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	74%	8,22%	15,25	45

⁶¹ Os dados disponíveis anteriores a 2001 de dívida líquida do setor público consolidado todos incluem Petrobras e Eletrobras. Após essa data, as duas empresas foram excluídas do indicador devido às especificidades de companhias de capital aberto em bolsa, diferente de outras estatais.

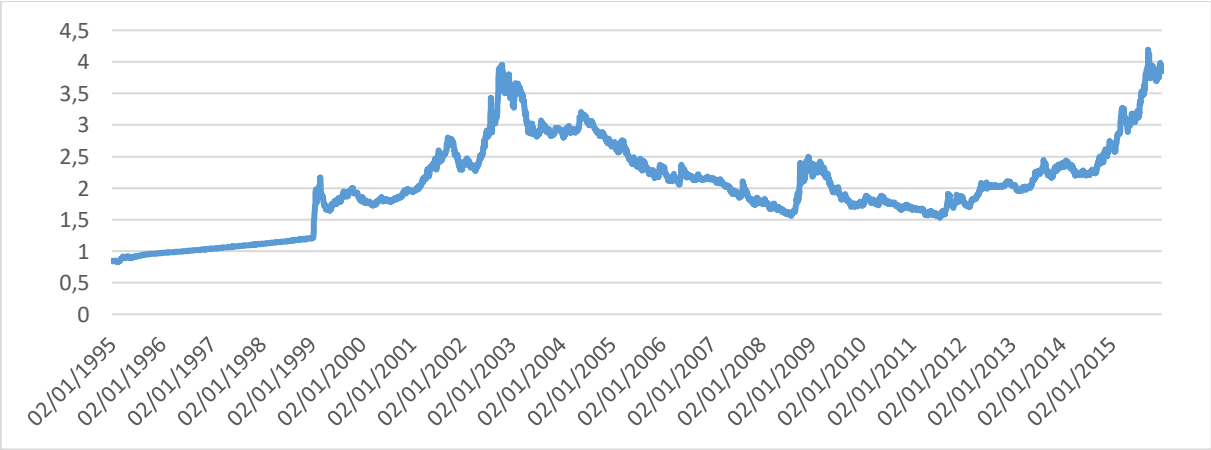
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	14%	4,49%	11,25	18
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	55%	6,49%	7,25	14,25

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do Copom. Acesso em 26 out. 2025

Outras variáveis relevantes se referem à taxa de juros básica e a inflação. Na tabela acima, a primeira demonstrou valores mais elevados até 46% a.a. e oscilações maiores durante a estabilização entre 1995-1998 e foi demonstrando tendência de redução das bandas mínimas e máxima (colunas 3 e 4) quando analisado prazos mais alongados ao longo das estratégias. No referente a inflação, esta demonstrou valores ainda expressivos durante o Regime das Âncoras (média de 12,53% a.a.), porém declinou até média anual de 4,49% durante o Tripé Flexibilizado, período em que a política monetária ainda era objetivava contenção do ritmo de preços em no máximo médio prazo. Durante a Nova Matriz Macroeconômica, por outro lado, os juros foram mantidos em patamares mais baixos para estimular investimento e demanda agregada em um cenário de atividade já recuperada do choque do fim de 2008, com o hiato do produto indicando sobreaquecimento pós 2013 e encarecimento do dólar (US\$) (OREIRO, 2015). Desse modo a inversão da tendência para alta no IPCA até média de 6,49% a.a. entre 2009-2015 exposta acima é um indicativo desse fato.

5.6 Dimensão Externa

Figura 8 - Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (compra) - R\$/US\$ - (1994-2015)



Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do Sisbacen PTAX800. Acesso em 26 out. 2025

No que se refere à posição externa brasileira, a tabela acima demonstra o comportamento do dólar (US\$) durante o período das 4 estratégias. Até o início de 1999, o regime cambial era ancorado em bandas próximas à paridade de 1 R\$/US\$ para auxiliar na estabilização dos preços após o Plano Real. Com o Tripé Macroeconômico (1999-2005), o real sofreu depreciação dada liberação do câmbio aos movimentos de mercado até flutuar em valores próximos a R\$ 2,00/US\$ e sofrer nova depreciação com a mudança de governo entre 2002 e 2003. Após a estabilização dos mercados após a eleição de 2002, a continuação do crescimento econômico, boom das commodities e a continuação da política econômica vigente até 2006, ocorreu um grande afluxo de capital e posterior apreciação do Real (R\$). Esse movimento durou durante o Tripé Flexibilizado (2006-2008), foi interrompido com a crise de 2008; mas retornou e se estendeu até a inversão de tendência após 2013 com a piora da conjuntura durante o esgotamento da Nova Matriz Macroeconômica.

Tabela 11 - Desempenho do Comércio Exterior – Saldo - Milhões de US\$

Período	Soma de Balança comercial - anual - Ano inicial	Soma de Balança comercial - anual - Ano terminal
Regime de Âncoras (1995-1998)	-4.571,00	-7.627,60
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	-2.062,30	43.721,60
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	45.177,70	23.507,00
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	24.790,30	-6.738,90

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do BCB-DSTAT. Acesso em 26 out. 2025

Outra variável relevante do setor externo que auxilia no exame dos efeitos das estratégias econômicas assumidas é a balança comercial. De acordo com o exposto na tabela 11, o melhor período em termos de saldo comercial foi Tripé Flexibilizado (2006-2008) seguido pelo Tripé Macroeconômico (1999-2005). No caso de 2006-2008 o saldo ao fim do período (coluna 2) foi menor que no início, o que significa tendência de baixa; mas todo o período foi com saldo positivo e expressivo o período todo mesmo com o choque de 2008. No caso do período 1999-2005, o balanço comercial começou negativo (-R\$ 2,061 bilhões); mas desempenhou boa recuperação até superávit de R\$ 43,721 bilhões com o início das exportações em maior escala à Ásia e troca do regime de bandas cambiais (artificialmente apreciado) pelo

câmbio flutuante e mais desvalorizado. Ademais, a paridade de quase R\$ 1,00/US\$ foi o principal responsável pelo saldo comercial negativo entre 1995-1998 dada a excepcional competitividade dos bens importados decorrente. Por fim, no que se refere a Nova Matriz (2009-2015), o saldo comercial foi expressivo especialmente no início, entretanto o sobreaquecimento de demanda interna que elevou as importações em adição à perda de dinamismo após 2014 desembocou em déficit comercial durante a crise após de 2015. Em adição à conta comercial, é relevante expor as contas externas como um todo pois essas também refletem os movimentos de capital do Brasil com o exterior e auxiliam a entender a conjuntura macroeconômica:

Tabela 12 - Evolução das Principais Contas Externas - Milhões de US\$

Período	Soma de Transações correntes - anual – Saldo - Ano Inicial	Soma de Transações correntes - anual – Saldo- Ano Terminal	Soma de Investimentos diretos no país - IDP - anual - líquido - Ano Inicial	Soma de Investimentos diretos no país - IDP - anual - líquido - Ano Terminal
Regime de Âncoras (1995-1998)	-18.712,40	-34.992,90	4.383,40	28.855,60
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	-26.783,60	11.679,40	28.385,70	15.460,00
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	10.774,00	-35.601,70	19.418,10	50.716,40
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	-29.328,40	-110.493,20	31.480,90	87.714,00

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do BCB-DSTAT. Acesso em 26 out. 2025

A tabela 12 demonstra os saldos das transações correntes (saldo comercial acrescido de pagamentos ao exterior como remessas de lucros e pagamentos juros de dívidas) e dos investimentos externos diretos no Brasil. Uma das formas de analisar essa é confrontando o saldo das transações correntes com o investimento externo direto para avaliar o equilíbrio do setor externo. Desse modo, percebe-se que os momentos em que o Brasil esteve em equilíbrio com o saldo corrente (normalmente negativo no caso brasileiro) sendo compensado pelo investimento externo direto foram: nos anos iniciais e terminais do Tripé Macroeconômico e Flexibilizado e no início da Nova Matriz (ano inicial – 2009). O período do Regime das Âncoras o saldo corrente deficitário tanto no ano inicial quanto no terminal (linha 1) muito por conta da

circunstância e da política econômica na época. Com relação à Nova Matriz, o ano terminal (2015) também registrou déficit corrente superior ao investimento externo direto, na esteira da crise após 2014.

Tabela 13 - Evolução das reservas internacionais.

Período	Reservas Internacionais – Fim do ano - US\$ (milhões) - Ano Inicial	Reservas Internacionais - Fim do ano - US\$ (milhões) - Ano Terminal
Regime de Âncoras (1995-1998)	51.840	44.556
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	36.342	53.799
Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)	85.839	193.783
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	238.520	356.464

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do BCB-DSTAT. Acesso em 26 out. 2025

Por fim, além do explícito acima, a tabela 13 expõe as reservas internacionais acumuladas pelo Banco Central do Brasil. Essas, por sua vez, indicam uma das implicações diretas da política cambial entre 1995-2015 e ilustra qual é o tamanho da capacidade do país de mitigar grandes choques externos como os ocorridos entre 1997 (Crise Asiática) e 1998 (Crise Russa). Dessa forma, a política de preservar a competitividade externa da produção brasileira por meio da compra massiva de divisas conversíveis, mesmo malograda nesse quesito; foi uma das grandes responsáveis pelo acúmulo de divisas cambiais especialmente durante o Tripé Flexibilizado e a Nova Matriz.

5.7 Comparação dos resultados

Ao analisar os resultados expostos nas 13 tabelas anteriores e nos dois gráficos deste quinto capítulo e de acordo com Oreiro (2015), pode-se depreender que o período em que melhor se obteve crescimento expressivo, associado a uma inflação controlada, um resultado fiscal público superavitário e o setor externo controlado é o do Tripé Flexibilizado (2006-2008). Na seção 5.1 dessa monografia, está explícito o crescimento médio anual do PIB de 5,04%, o maior realizado em comparação com as estratégias pares. Os demais indicadores de atividade econômica da variação do PIB por macrossetor (especialmente o industrial e de serviços) também sugerem o período 2006-2008 como melhor. A tabela 2, que trata do investimento, aponta também que este indicador em proporção do PIB (por meio do setor privado) também

demonstrou alta com o cenário macroeconômico favorável desde o fim do Tripé Macroeconômico (1999-2005), mas também pela retomada parcial da participação do setor público nessas inversões. Sobre a Produtividade da Hora Trabalhada, pelo exposto na tabela 4, o período em que ela demonstrou maior evolução foi 2006-2008 com 2,04% de aumento médio anual.

No que se refere ao emprego formal, as médias mensais do estoque de trabalho de carteira assinada da economia de cada período demonstram que o interregno 2006-2008 foi o período de aceleração do aumento do estoque de emprego formal da economia. Esse fato também se verifica na Nova Matriz Macroeconômica. Na dimensão social, a partir dos dados apresentados na seção 5.3, demonstram que o Tripe Flexibilizado propiciou uma redução do Índice de Gini aliada ao aumento do Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) de forma parecida ou até mais acelerada que o Tripé Macroeconômico. O Regime das Âncoras e a Nova Matriz não demonstraram a mesma combinação, sendo o primeiro com avanço distributivo quase nulo e a segunda obteve interrupção no progresso do IDH com a crise após 2014.

No que se refere à questão fiscal, o Tripé Flexibilizado foi marcado pelo retorno parcial das inversões públicas em Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e de uma expansão gastos objetivando redistribuição de renda e assistência social. Todavia, grande parte da política fiscal anterior foi mantida e a média de superávit primário herdado do Tripé Macroeconômico foi preservada próximo a 3% do PIB. O fiscal, portanto, sustentava a política social e os estímulos públicos na economia sem necessariamente deteriorar as contas públicas como ocorrido em parte na Nova Matriz Macroeconômica⁶². A dívida soberana em relação ao PIB demonstrou, como consequência, melhoria e continuidade do processo de estabilização da estratégia anterior. Parte da melhora vista até 2008 foi propiciada pelo crescimento médio anual da atividade de 5% e pela internalização da parcela externa do débito líquido brasileiro, que era sensível ao câmbio.

Já no que se refere à estabilidade, a política de juros e a inflação obtiveram a boa combinação de SELIC mais baixa aliada ao ritmo de preços sob controle especialmente durante o Tripé Flexibilizado. Pelo que se verifica na seção 5.5, a taxa básica de juros foi mantida em patamares entre 11,25% e 18% a.a., inferiores ao Tripé Macroeconômico e ao Regime das Âncoras com a inflação média anual de 4,49% a.a., a menor registrada em comparação com as

⁶² Como mostrado por Werneck apud Abreu (2014) orçamento público já demonstrava problemas de longo prazo devido à elevada rigidez pelas despesas obrigatórias ao mesmo tempo em que se promoveu a indexação das despesas sociais (especialmente previdenciárias) ao salário-mínimo. Mas, até então, e com o crescimento econômico expressivo, essa temática não comprometeu as finanças públicas nesse momento.

outras estratégias antes de retomar trajetória altista posteriormente⁶³. O Tripé Macroeconômico demonstrou bom desempenho na questão monetária, tanto os preços quanto o juro básico tenderam à redução, mas não como no período citado acima. Outros destaques que cabem menção: a volatilidade do Regime das Âncoras e a política monetária na Nova Matriz Macroeconômica. No primeiro caso, o caráter elevado e oscilante das taxas de juros de referência (próximas a 40% a.a.) entre 1995-1998 é decorrente da necessidade de estabilização econômica e, no segundo caso, a política de juros parece, de acordo com o descrito em Werneck (2014), ter sido excessivamente expansiva. Um dos indícios desse potencial excesso é a inflação ter registrado média mais elevada que durante o interregno 2006-2008 além de uma inversão de tendência desde o fim dos anos 1990 (vide dados tabela 10) até o descontrole deste indicador na esteira do esgotamento da Nova Matriz Macroeconômica.

Além disso, no que se refere ao setor externo e pelos dados expostos na seção 5.6, o Tripé Flexibilizado apresentou também melhor desempenho na maioria das principais variáveis nas transações brasileiras com o exterior. O saldo comercial apresentou superavit em todos os anos entre 2006-2008 apesar de o indicador de 2008 ser menor que o registrado ao fim do Tripé Macroeconômico. O mesmo não ocorreu durante a paridade de quase 1 BRL: 1 US\$ vigente até 1998 e na iminência da crise da Nova Matriz Macroeconômica. Além disso, as transações correntes líquidas, mesmo em recuo, foram positivas e quando negativas foram mais que compensadas pelo Investimento Externo Direto no País (IDP) entre 2006-2008; diferentemente do que ocorreu ao longo do Regime das Âncoras e da Nova Matriz Macroeconômica (especialmente no fim do período 2009-2015).

Em adição, foi relevante a aceleração do aumento do estoque de reservas cambiais, que em parte foi ligada à política voltada a manter a competitividade externa brasileira por meio do controle da tendência de apreciação cambial registrada nos anos anteriores a 2008. O aumento das reservas cambiais, que continuou na Nova Matriz Macroeconômica, é relevante para assegurar à economia doméstica proteção contra grandes volatilidades e condições melhores para honrar débitos externos. Foi durante o Tripé Flexibilizado que sua acumulação se acelerou em um momento oportuno para que o Banco Central do Brasil fizesse esse movimento uma vez que o preço do dólar norte-americano estava desempenhado baixa desde 2004 (vide Figura 8).

Em suma, com o apresentado neste capítulo 5, verifica-se que a estratégia que desempenhou melhor o cumprimento dos respectivos objetivos foi o *Tripé Flexibilizado (2006-2008)*. Fez uso de vários preceitos ortodoxos de política econômica bem-sucedidos do *Tripé*

⁶³ O câmbio em trajetória de valorização registrado no período pré-2008 auxiliou na continuidade da tendência de baixa da inflação além da política monetária.

Macroeconômico (1999-2005) associados a estímulos públicos ao investimento e principalmente à demanda agregada (que também demonstrava dinamismo pelo setor privado) que, até então eram fiscalmente e monetariamente sustentáveis, diferente do ocorrido durante a *Nova Matriz Macroeconômica (2009-2016)*. Desse modo, considerado os capítulos de 1 a 5, pode-se depreender que o equilíbrio ortodoxia-heterodoxia desde que factível e com objetivos tecnicamente congruentes entre si pode permitir progresso de longo prazo ao Brasil. As tabelas abaixo, em complemento às anteriores, exibem a combinação dos principais indicadores que apontam para o *Tripé Flexibilizado (2006-2008)*:

Tabela 14 - Principais resultados comparados - média anual

Estratégia	Crescimento – PIB	Inflação – IPCA	Gini – Renda	Dívida Líquida / PIB
Regime das Âncoras (1995-1998)	2,59%	12,53%	0,600	38,94%
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	2,77%	8,22%	0,570	47,92%
Tripé Flexibilizado (2006-2008)	5,04%	4,49%	0,546	37,57%
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	1,89%	6,49%	0,524	35,64%

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do BCB-DSTAT. Acesso em 26 out. 2025

Nessa tabela 14, evidencia-se que o Tripé Flexibilizado foi o que logrou maior êxito no que se refere atividade econômica com crescimento expressivo, inflação controlada e aliada a uma concentração de renda em redução. A dívida pública em relação ao PIB continuou controlada com o PIB avançando cerca de 5% ao ano e uma política fiscal ainda desempenhado superavit primário vultoso como se vê a seguir:

Tabela 15 - Comparativo - Fiscal e Monetário

Estratégia	Resultado primário (Média Anual)	Dívida Líquida (Média Anual)	Inflação (Média Anual)	Juro básico (Mínimo e Máximo no período)
------------	----------------------------------	------------------------------	------------------------	--

Regime das Âncoras (1995-1998)	-0,18%	38,94%	12,53%	18,74% a 46,02%
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	3,37%	47,92%	8,22%	15,25% a 45%
Tripé Flexibilizado (2006-2008)	3,24%	37,57%	4,49%	15,25% a 45%
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	1,28%	35,64%	6,49%	7,25% a 14,25%

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados do BCB-DSTAT. Acesso em 26 out. 2025

Pelo exposto na tabela 15 e como já desenvolvido antes, o período 2006-2008, até a crise, (como já desenvolvido antes) também foi marcado por elevado resultado fiscal e ritmo de preços controlados. Uma ressalva importante sobre o débito soberano líquido é a melhoria desse indicador no período da Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015), entretanto isso se deve ao aumento das reservas em US\$ dólares e ao encarecimento da divisa norte-americana. Outro ponto relevante sobre o resultado econômico das 4 estratégias descritas acima é a evolução da produtividade de no Brasil:

Tabela 16 - Comparativo: Produtividade – Hora Trabalhada – Média anual

Estratégia	Agropecuária	Indústria	Serviços	Total
Regime das Âncoras (1995-1998)	5,36%	-1,24%	0,27%	0,94%
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	5,42%	-1,08%	-0,23%	0,48%
Tripé Flexibilizado (2006-2008)	6,00%	0,32%	1,72%	2,04%
Nova Matriz Macroeconômica (2009-2015)	7,70%	0,68%	0,51%	1,25%

Fonte: Elaboração própria do autor. Baseado em dados da FGV IBRE. Acesso em 15 out. 2025

No caso da produtividade da hora trabalhada, cabe ressaltar que o caso da agropecuária e da indústria apontam maior crescimento anual entre 2009 e 2015. No entanto, as atividades econômicas rurais no Brasil possuem especificidades e melhor resultado ao longo do tempo em relação ao todo e a indústria estava beneficiada por política setoriais desde o Tripé Flexibilizado como se vê em Werneck (2014) e Oreiro (2015) mas ainda com avanço irrisório e levemente inferior a economia como um todo. Essa última, por sua vez obteve maiores ganhos no interregno de 2006-2008 tal como explícito nos indicadores dos quadros anteriores.

Todavia, nenhum dos arcabouços de política econômica entre 1995-2015 foi efetivamente suficiente para propiciar progresso econômico e até social aliado à necessária estabilidade macroeconômica a longo prazo. Os dados expostos nas tabelas da seção 5.1 desse trabalho sugerem isso e explicitam também um avanço lento da produtividade do trabalho em todo o período 1995-2015 ao mesmo tempo que uma evolução econômica heterogênea entre os macrossetores da economia com destaque para a persistente fragilidade industrial⁶⁴. O trabalho de autores como Bresser (2005), por exemplo, menciona a questão da baixa competitividade industrial como principal razão na não sustentação do crescimento brasileiro de longo prazo desde os anos 1990 e a necessidade de um novo “esforço” de desenvolvimento industrial. O mesmo autor também defende e desenvolve a ideia de “*Novo-Desenvolvimentismo*” com uma alternativa, dotado de características defendidas pela ortodoxia liberal (relacionadas a responsabilidade fiscal e eficiência do setor público) combinadas com outras pela heterodoxia desenvolvimentista (estímulo ao desenvolvimento industrial), para o crescimento do Brasil dada a experiência econômica nacional do século XX (BRESSER, 2006).

⁶⁴ A análise das questões da produtividade e da fragilidade industrial demandam aprofundamentos em estudos específicos direcionados a esses recortes temáticos o que ultrapassaria o escopo desse trabalho. No entanto, a citação dessa é relevante para o tema aqui desenvolvido.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante do exposto nesse trabalho, pode-se depreender que os dados registrados e em associação à literatura apresentada sugerem que a estratégia de crescimento que logrou melhor desempenho, no consolidado dos âmbitos da atividade econômica, finanças públicas, setor externo, inflação e distribuição de renda foi a chamada de *Tripé Macroeconômico Flexibilizado* apresentada no capítulo 3. Esta foi uma transição entre o *Tripé Macroeconômico* e a *Nova Matriz Macroeconômica* e apresentou problemas e inconsistências sensíveis como apontado por Oreiro (2015) e Werneck (2014), mas acomodou preceitos herdados bem-sucedidos do *Tripé Macroeconômico* e permitiu a aceleração de crescimento da atividade maior por meio de estímulos à demanda agregada interna em adição ao razoável dinamismo no setor privado interno e ao aumento das exportações brasileiras de produtos agropecuários e minerais em direção à Ásia durante o conhecido “boom das commodities” (efeito decorrente do mercado internacional)⁶⁵. Esse razoável dinamismo doméstico, pelo que está apresentado nesse trabalho, foi impulsionado pelo consumo por meio de aumento da renda e do crédito, possibilitados por um cenário munido de um mercado de trabalho em expansão no setor privado e por política de facilitação do crédito e inflação controlada.

A manutenção da maioria dos principais preceitos de responsabilidade fiscal, autonomia de política monetária para controle inflacionário em equilíbrio com estímulos fiscais de transferência de renda e de crédito e uma boa gestão do nível de preços, de acordo com Oreiro (2015), são os gatilhos para o progresso registrado pelos principais dados macroeconômicos até 2008 expostos no capítulo 5 para além das exportações de commodities. Apesar disso, como se vê em Oreiro (2015), o *Tripé Macroeconômico Flexibilizado* exibiu fragilidades de longo-prazo com a correção real do salário-mínimo pelo PIB que foi muito acima da Produtividade do Trabalho e prejudicou a competitividade pela ótica da oferta pois os custos de mão de obra avançaram mais que a produtividade do fator trabalho na economia à exceção do setor agropecuário. O câmbio valorizado no período também pressionou a competitividade externa brasileira especialmente no setor industrial de transformação (OREIRO, 2015).

Nesse contexto, a correção real do salário-mínimo pelo PIB, que foi acima da produtividade do trabalho como mencionado por Oreiro (2015) e Werneck (2014), ao mesmo

⁶⁵ Boa parte do dinamismo apresentado teve origem externa pela maior demanda asiática no agronegócio e foi variável relevante para a posição externa do Brasil durante boa parte dos anos 2000.

tempo que auxiliou a economia pelo aumento na demanda agregada interna, continha pressão inflacionária estrutural como consequência a longo prazo por aumentar o fator mão de obra nos custos de produção. Na visão destes autores, outra consequência foi a necessidade de uma taxa de juros básica mais restritiva dado que a manutenção do controle da inflação estável continuou sendo uma meta mesmo diante dos estímulos de demanda inflacionários; no entanto, isso limita a atratividade de investimentos em Formação Bruta de Capital Fixo e, portanto, a capacidade de crescimento de longo prazo. Como exposto na tabela 2 do capítulo 5, o investimento apresentou média de 18,20% PIB entre 2006 e 2008, melhora em relação ao *Tripe Macroeconômico*, porém não o suficiente para manter sustentável o crescimento para prazos mais longos e pressiona o setor externo com tendência de crescimento nas importações dado o sobreaquecimento da demanda em relação a capacidade de oferta doméstica para anos seguintes.

No âmbito fiscal, a política econômica foi expansionista no que tange à transferência de renda e investimentos públicos, mas ainda manteve um superavit primário em creca de 3% do PIB. Entretanto, como apresentado no capítulo 3, Werneck (2014) menciona o aumento dos gastos públicos obrigatórios em ritmo maior que o avanço do PIB e a indexação das despesas sociais ao salário-mínimo e suas respectivas correções como um ponto de desequilíbrio de longo prazo que comprometeria a sustentabilidade da política fiscal e do equilíbrio macroeconômico a longo prazo, por consequência. Desse modo, verifica-se que a estratégia do *Tripe Macroeconômico Flexibilizado* exibiu fragilidades que inclusive seriam incorporadas e aprofundadas durante *Nova Matriz Macroeconômica* como apresentado no capítulo 4 deste trabalho.

Nesse sentido, de acordo com o desenvolvido nesse trabalho e apesar dos pontos de fragilidades expostos por Werneck (2014) e Oreiro (2015) e de ser uma transição entre as estratégias anterior e posterior, o *Tripe Macroeconômico Flexibilizado*, derivado da então conjuntura política ainda tendendo ao equilíbrio entre situação e oposição, apresentou melhor desempenho (quando analisados o conjunto) dos âmbitos do crescimento do PIB, da inflação, finanças estatais, setor externo e distribuição de renda. Desse modo, os dados expostos no capítulo 5 sugerem que a política econômica intermediária, como feito entre 2006-2008, dotada de medidas típicas de um arcabouço ortodoxo combinadas a outras de viés heterodoxo (intervencionista) parecem ter potencial elevação do crescimento por prazos maiores sem maiores riscos de desequilíbrios, desde que tecnicamente mais consistentes e coordenadas.

No que se refere às outras estratégias, cabe mencionar que o *Tripe Macroeconômico*, demonstrou bom desempenho na área fiscal, especialmente na reversão do déficit para superávit primário e na manutenção de um bom controle de preços para as possibilidades da época, mas não logrou êxito na mesma proporção que as outras em alavancar a atividade apesar do expressivo avanço médio anual de 2,77% do PIB e, na questão distributiva, teve avanços notáveis mas não tão significativos como registrado nas estratégias seguintes. A *Nova Matriz Macroeconômica*, por outro lado, promoveu a redução da desigualdade com o Índice de Gini partindo de 0,543 em 2009 para 0,524 em 2015. Entretanto, essa metodologia intensiva em recursos públicos e em intervenção estatal como o grande indutor do crescimento não promoveu o crescimento esperado a princípio e obteve avanço médio anual do nível de atividade inferior ao *Tripe Macroeconômico* além de encerrar em uma estagnação em 2014 seguida de recessão após 2015. O IDH também apresentou desaceleração e estagnação em 2014 após avanço expressivo desde o período do *Regime das Âncoras*. Nas finanças públicas, a política fiscal expansionista acabou custando a estabilidade destas e, por mais que tenha elevado o nível de investimento na economia por um breve período e tenha estimulado a demanda agregada, de acordo com Oreiro (2015) e Werneck (2014), propiciou desequilíbrios que balizaram boa da perda de dinamismo e recessão após 2015. Outro ponto relevante é no tocante a política monetária que, apesar de condizente com os objetivos macroeconômicos entre 2009 e 2015, malogrou no controle dos preços, diferente dos períodos anteriores.

Sobre o *Regime das Âncoras*, ele forneceu grande parte dos princípios balizadores do *Tripe Macroeconômico* e consolidou o sucesso do combate a hiperinflação advento do Real (R\$) em 1994, com a estabilização dos preços do mercado doméstico por meio do câmbio valorizado e controlado e de uma taxa de juros de referência excepcionalmente alta, frequentemente maior que 40% a.a. Essa circunstância entre 1995-1998 permitiu crescimento razoável dada a retomada do poder de compra e a melhora da conjuntura após 1994 apesar de não como no *Tripe Flexibilizado*, mas os dados mostram que ainda havia dificuldades na parte do resultado fiscal apesar dos esforços de contenção e a dimensão distributiva apresentou melhora, porém irrisória. Em suma, o *Regime das Âncoras*, como exposto no primeiro capítulo deste trabalho, possuía como objetivo principal a consolidação da estabilidade macroeconômica, especialmente a do nível de preços da economia nacional, o que o coloca como uma estratégia voltada especificamente à estabilização e não ao crescimento na mesma proporção como as outras de forma que possui características excepcionais aplicáveis a circunstâncias excepcionais.

Nesse sentido, com os dados e o exposto por esse trabalho, cabe reiterar que um arcabouço de política econômica com visão de longo prazo que acomode, tecnicamente, a estabilidade propiciada pela disciplina fiscal e controle inflacionário com estímulos públicos controlados e estratégicos em associação ao mercado (normalmente responsável pela maior parte dos investimentos produtivos e dos empregos) parece ser o mais capaz de promover crescimento sustentável no Brasil. Essa acomodação, citada acima se daria por uma política coerente (termo usado na introdução): com objetivos que não sejam mutuamente conflitantes como o visto na estabilidade da inflação em curto prazo e na manutenção do câmbio competitivo para as exportações durante o *Tripé Macroeconômico Flexibilizado (2006-2008)*. No entanto, é necessário pesquisas mais aprofundadas sobre a economia brasileira, especialmente voltadas ao âmbito da produtividade (inclusive do trabalho), à desigualdade do desempenho entre setores econômicos (especialmente o industrial, como se vê na seção 5.1) e à administração e eficiência dos estímulos estatais para que se possa ter uma conclusão aprofundada sobre que tipo de estratégia é mais adequada para gerar crescimento robusto sustentável a longo prazo sem desestabilizar as variáveis fiscal, inflacionária e do setor externo de modo a não interromper o processo virtuoso⁶⁶. Boa parte da literatura especializada em economia brasileira do período aponta o baixo investimento em inovação e em educação além da ausência de reformas estruturantes que reduzam o chamado “Custo Brasil” e racionalizem o uso do recurso público como causa da baixa persistente baixa produtividade nacional.

⁶⁶ Pesquisas essas que podem ser apoiadas em metodologias econométricas além da revisão de literatura e análise exploratória de dados para se ter mensurações de variáveis explanatórias mais exatas para análises mais aprofundadas sobre o desempenho da produtividade brasileira que caberiam até em outro trabalho específico para isso.

REFERÊNCIAS

BRESSER-PEREIRA, L. C. O novo-desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, v. 20, n. 3, p. 5-24, jul./set. 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br>. Acesso em 30 ago. 2025.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Proposta de desenvolvimento para o Brasil. In: SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de; MICHEL, Renaut (org.). **Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social**. Barueri: Manole, 2005. p. 1-11.

CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. M. Ajuste externo e desequilíbrio interno, 1980-1984. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 283-314.

COUTO, M. C. A. (2017) **Uma Análise Dos Impactos Do Tripé Macroeconômico E Da Nova Matriz Econômica Sobre O Crescimento Econômico Brasileiro**. 2017. 38 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2017.

LAGO, P. S. M. do. Democracia com desenvolvimento, 1956-1961. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 147-172.

NETTO, A. D. Crise e esperança, 1974-1980. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

OREIRO, J. L. Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: a evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). **Politika**, Brasília, n. 2, p. 12-31, jan./abr. 2015.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. C. A retomada do crescimento e as distorções do “milagre”, 1967-1974. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 209-234.

PAULANI, L. M. Sem esperança de ser país: o governo Lula, dezoito meses depois. In: SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; MICHEL, R. (org.). **Novo-desenvolvimentismo**: um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2005. p. 42-65.

WERNECK, R. L. F. A retomada do crescimento e o desafio do ajuste fiscal. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso**: dois séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 17, p. 417-440.

WERNECK, R. L. F. A armadilha do endividamento externo e a crise da década de 1980. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso**: dois séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 16, p. 385-416.

ABREU, M. P.; WERNECK, R. L. F. Privatização e reforma do Estado. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso**: dois séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 15, p. 357-384.

SILVA, M. F. Plano Real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3 (87), p. 387-407, jul./set. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais**: série 3694: Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) - fim de período - mensal. Brasília, DF: BCB, [2024]. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>. Acesso em: 11 jul. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Estatísticas operacionais do Sistema BNDES**: desembolsos do Sistema BNDES. Rio de Janeiro: BNDES, [2025]. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho>. Acesso em: 19 mar. 2025.

BORÇA JR., G. Comportamento recente do investimento público no Brasil. **Observatório de Política Fiscal**, [s. l.], 7 abr. 2025. Disponível em: <https://observatorio-politica->

fiscal.ibre.fgv.br/politica-economica/outras/comportamento-recente-do-investimento-publico-no-brasil. Acesso em: 30 ago. 2025.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Instituto Brasileiro de Economia. **Indicador setorial de produtividade do trabalho – anual (desde 1995)**. Rio de Janeiro: FGV IBRE, [2025]. Disponível em: <https://ibre.fgv.br/observatorio-produtividade/temas/indicador-setorial-de-produtividade-do-trabalho-anual-desde-1995>. Acesso em: 15 out. 2025.