

See discussions, stats, and author profiles for this publication at:  
<http://www.researchgate.net/publication/279708921>

# O Governo Dilma: da euforia ao desencanto

ARTICLE · JUNE 2015

---

DOWNLOADS

8

---

VIEWS

39

2 AUTHORS, INCLUDING:



[Marcelo Curado](#)

Universidade Federal do Paraná

42 PUBLICATIONS 18 CITATIONS

[SEE PROFILE](#)

O Governo Dilma: da euforia ao desencanto  
*The Rousseff Administration: from euphoria to disillusion*  
*El Gobierno Rousseff: de la euforia a la desilusión*

Marcelo Curado\*, Gabrieli Muchalak Nascimento\*\*

RESUMO

Quando Dilma assumiu a presidência, o Brasil apresentava indicadores macroeconômicos satisfatórios, apesar dos impactos da crise de 2008 e da paulatina recuperação internacional. Ao final de seu mandato, contudo, a economia enfrentava inflação acima do centro da meta, baixo ritmo de crescimento, fragilização dos indicadores fiscais e desequilíbrio externo. Sem desconsiderar ou superestimar o peso de fatores externos, o presente artigo defende que equívocos na condução das políticas econômicas foram responsáveis por esse resultado. O esgotamento do modelo de crescimento do produto, somado a uma flexibilização malsucedida do regime de metas de inflação, culminou com a deterioração da confiança na economia. Em um ambiente de incertezas, os investimentos privados não reagiram como o esperado e o descompasso entre oferta e demanda surtiu efeitos negativos.

Palavras-chave: Economia brasileira. Desenvolvimento econômico. Política econômica.

ABSTRACT

When Rousseff took office, Brazil was undergoing on a satisfactory macroeconomic indicators despite the effects of the 2008 crisis and the gradual international recovery. At the end of her term, nonetheless, the economy faced inflation above the central target, low growth, deterioration of fiscal indicators and external imbalance. Without ignoring or overestimating the weight of external factors, this essay argues the misleading in the conduction of economic policies caused by irresponsible of such failure. The exhaustion of the growth model coupled with an unsuccessful flexibility of inflation targeting regime has led to the deterioration of confidence in the economy. In the context of uncertainty, private investments did not react as expected and the mismatch between supply and demand has produced severe negative effects.

Keywords: Brazilian Economy. Economic Development. Economic policies.

\* Economista pela Universidade Estadual Paulista, São Paulo, São Paulo, Brasil. Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná, Curitiba, Paraná, Brasil. Doutor em Política Econômica pela Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, Brasil. Professor associado do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná. E-mail: mlcurado@gmail.com

\*\* Historiadora pela Faculdade Estadual de Filosofia, Ciências e Letras, Paranaguá, Paraná, Brasil. Graduanda em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Paraná, Curitiba, Paraná, Brasil. E-mail: gabi\_gabrieli@yahoo.com.br

Artigo recebido em abril/2015 e aceito para publicação em maio/2015.

## RESUMEN

*Cuando Rousseff asumió el cargo Brasil tenía indicadores macroeconómicos satisfactorios, a pesar del impacto de la crisis del 2008 y de la lenta recuperación internacional. Al final de su mandato, sin embargo, la economía brasileña enfrentaba la inflación por encima de la meta central, bajo crecimiento, debilitamiento de los indicadores fiscales y desequilibrio externo. Sin ignorar o subestimar el peso de los factores externos, este artículo sostiene que los errores cometidos en la gestión de las políticas económicas fueron los responsables de este fracaso. La extenuación del modelo de crecimiento, junto con una flexibilización sin éxito del régimen de metas de inflación, llevó al deterioro de la confianza en la economía. En un clima de incertidumbre, la inversión privada no respondió como se esperaba, y el desajuste entre la oferta y la demanda ha producido efectos amargos.*

*Palabras clave: Economía brasileña. Desarrollo económico. Política económica.*

## INTRODUÇÃO

Lula entregou o governo para Dilma numa situação que podemos chamar de “confortável”, no que se refere aos principais indicadores macroeconômicos. O forte crescimento registrado em 2010, os bons resultados do mercado de trabalho, especialmente a baixa taxa de desemprego e a estabilidade dos preços são elementos centrais deste cenário.

Os efeitos do abalo de 2008 foram contornados, ainda que alguns fundamentos econômicos tenham piorado, como a situação das contas externas e a redução do superávit primário, mas dentro da normalidade para o cenário pós-crise de 2008. A piora do saldo em transações correntes foi, em grande medida, fruto da desaceleração da economia mundial e da concomitante queda na demanda por produtos brasileiros no mercado internacional. A redução do superávit primário do governo era igualmente esperada e decorreu da combinação da redução da atividade com a ampliação de gastos e a renúncia de impostos associadas à política fiscal anticíclica. Apesar das críticas pontuais sobre a execução das políticas fiscal, monetária e creditícia no contexto da crise, o resultado final é que elas contribuíram para a retomada do crescimento em 2010 e ajudaram na superação da fase mais aguda da crise de setembro de 2008.

No âmbito econômico, não há como negar o fracasso do governo Dilma. Entre 2011 e 2013, a taxa média de crescimento do PIB foi de pouco mais de 2% ao ano e declinou ao píffio 0,1% em 2014 (IBGE, 2015). Em nenhum ano de seu governo a inflação alcançou o centro da meta (4,5% a.a.). Os resultados fiscais pioraram drasticamente, a ponto de o governo central registrar déficit primário em seu último ano. O setor externo também apresentou uma evolução bastante desfavorável. Em 2013, o déficit em transações correntes atingiu US\$ 81,7 bilhões (BC, 2014).

O comportamento do investimento é outro elemento que merece ser destacado neste cenário. O governo Dilma, tal como apresentado no Plano Brasil Maior (PBM), responsável pelo desenho das políticas industrial, científica e de comércio exterior, pretendia, entre outras metas, elevar o gasto com investimento fixo de 18,4% do PIB, em 2010, para 22,4% em 2014. Nesse ano, infelizmente, a taxa efetiva de investimento ficou em 18,1% do PIB, abaixo, portanto, da taxa observada em 2010 (IPEA, 2014).

A relação entre investimento e crescimento é bastante conhecida na literatura econômica, em diversas de suas vertentes. Pastore *et al.* (2010), por exemplo, estimaram que, para alcançar uma taxa de crescimento do PIB em torno de 4,5% a.a., seria necessária uma taxa de investimento de cerca de 21% do PIB. O cálculo supõe uma evolução da produtividade dos fatores de 1,2% a.a. Caso a produtividade fosse ampliada, por exemplo para 1,5% a.a., a taxa de investimento compatível cairia para 20% do PIB.<sup>1</sup> Entre os resultados econômicos ruins, a taxa de desemprego figura

---

<sup>1</sup> Há evidências empíricas e teóricas de que baixos níveis de investimento e reduzido esforço inovativo são incompatíveis com um processo equilibrado e duradouro de crescimento (PASTORE *et al.*, 2010). O governo Dilma sabia disso pois, além da meta de ampliação dos investimentos produtivos, o PBM definia como metas

como exceção, pois manteve sua trajetória de queda e registrou sua menor média histórica ao atingir o patamar de 4,8% a.a. em 2014. Entretanto, somente uma leitura ideologicamente viesada não reconheceria o fracasso econômico do governo Dilma.

A piora dos resultados econômicos no governo Dilma (2011-2014) foi fruto de um amplo conjunto de fatores. Ainda que a continuidade do baixo crescimento nos países desenvolvidos, especialmente na Europa, tenha contribuído para esta situação, é necessário não superestimar os fatores externos na explicação do baixo crescimento do período. Tanto as análises que depositam no cenário externo toda a responsabilidade pelos resultados verificados quanto aquelas que o desconsideram deixam de fornecer um quadro realista da situação.

Sobre o peso do cenário externo nos resultados obtidos no período, é preciso estabelecer algumas considerações preliminares. Em primeiro lugar, é bom lembrar que a economia brasileira ainda é uma economia relativamente fechada, na qual as exportações estão longe de constituir o elemento mais importante da demanda agregada. É raro associar um período de expansão do PIB como resultado exclusivo do crescimento de nossas exportações. Em outros termos, o choque externo afetaria muito mais gravemente o nível de demanda agregada se as exportações representassem uma maior participação no PIB.

Outra observação importante é que durante o governo Dilma algumas variáveis externas destacaram-se, contribuindo de forma positiva para a economia brasileira. A entrada de capitais estrangeiros foi bastante significativa, com destaque para os Investimentos Diretos Externos (IDE). Os preços das *commodities* vendidas pelo país no mercado internacional, especialmente as agropecuárias, recuperaram seus valores após as quedas verificadas no contexto da crise financeira internacional.

Se o contexto internacional apresentou-se, nesses termos, mais favorável à economia brasileira em relação ao contexto imediato do pós-crise de 2008, há que se dispensar maior atenção à análise dos “determinantes internos” do fracasso econômico de Dilma.

O foco deste artigo é a análise do comportamento das políticas monetária e fiscal e seu papel na geração dos resultados econômicos do período. É evidente que a explicação mais completa do fenômeno requer discutir um amplo conjunto de elementos, o que foge aos objetivos e limites deste trabalho. Assim, ainda que limitado em seu alcance, o trabalho irá demonstrar que as opções de política econômica no campo fiscal e monetário contribuíram para os resultados observados. Para atingir seu objetivo, o artigo encontra-se organizado da seguinte forma. Após esta introdução, o item 1 apresenta a discussão sobre os elementos centrais da política monetária e fiscal. Ainda que marginalmente, é apresentada uma discussão sobre a evolução

---

para 2014 elevar, proporcionalmente ao PIB, o gasto empresarial em pesquisa e desenvolvimento de 0,59% (valor observado em 2010) para 0,9%. Pretendia, também, aumentar em 50% o número de micro, pequenas e médias empresas inovadoras (de 37,1 mil em 2008 para 58 mil em 2014). Em outras palavras, o governo tinha consciência da necessidade de ampliar a oferta doméstica e o esforço inovativo da economia. Contudo, foi incapaz de alcançar suas próprias metas.

do crédito, com foco no papel dos Bancos Públicos no período analisado. O item 2 discute a relação entre a política econômica e o comportamento dos investimentos. Finalmente, são apresentadas as considerações finais do artigo.

## 1 MANTEGA, TOMBINI E O EXPERIMENTALISMO FISCAL E MONETÁRIO

Ministério da Fazenda e Banco Central cometeram erros cujos preços posteriormente demonstraram-se elevados. No ministério da Fazenda, o “pecado capital” foi acreditar que as políticas fiscais de caráter anticíclico, associadas a um conjunto de intervenções no sistema econômico, poderiam manter o ciclo de crescimento do produto indefinidamente. Uma das demonstrações mais patentes desta crença foi dada pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega, ao se autodenominar “levantador de PIB”. Em entrevista concedida em 24/05/2012 ao jornal Folha de São Paulo e ao *site* de notícias UOL, o ministro afirmou que: “[...] levantador de PIB é a minha função desde que eu assumi o Ministério da Fazenda”.<sup>2</sup> Isso foi um sinal de que os formuladores de política econômica passaram a acreditar que eram capazes de utilizar inesgotavelmente políticas cujo objetivo inicial era atenuar os efeitos de uma crise.

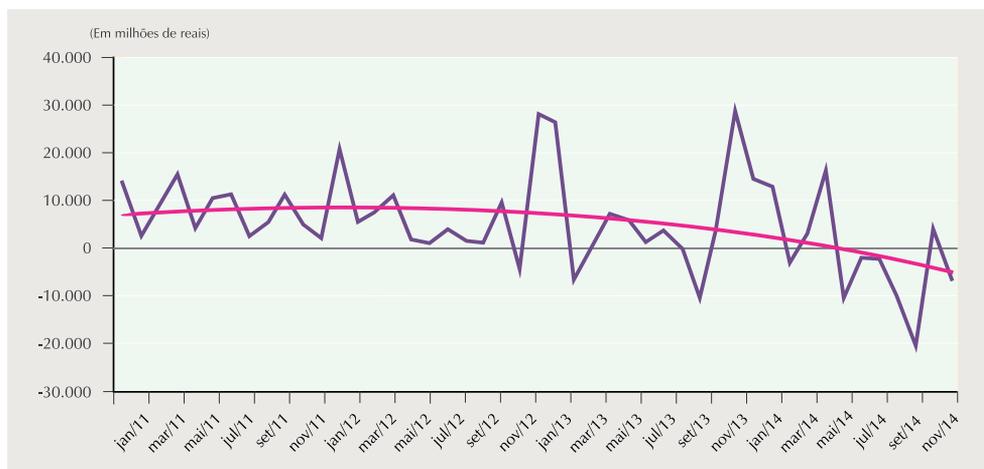
O erro central cometido pelos gestores da política econômica durante o governo Dilma foi, portanto, acreditar que as políticas de caráter anticíclico – utilizadas de forma correta no contexto da crise financeira global de 2008 – sustentariam o ritmo de crescimento da economia brasileira ao longo do tempo. Não se pretende aqui discutir detalhadamente sobre os determinantes do crescimento econômico, fenômeno complexo e que ultrapassa questões de gestão da política econômica de curto prazo. O que se pretende afirmar é que a condução equivocada desta política contribuiu para os péssimos resultados econômicos.

Iniciemos pela questão fiscal. O governo Dilma ampliou o caráter expansionista da política fiscal. Em um cenário de redução do crescimento econômico, a receita total do governo central (em relação ao PIB) foi mantida praticamente inalterada.<sup>3</sup> Não obstante, as despesas do governo central foram ampliadas de 17,5% do PIB em 2011 para 18,9% em 2013. O efeito desta política foi reduzir o superávit primário de 2,3% para 1,9% do PIB entre estes anos, o pior resultado registrado na série entre 2003 e 2013, com exceção do resultado de 2009, ano em que a crise financeira e as políticas fiscais empreendidas levaram a um superávit primário de 1,2% do PIB. O gráfico 1 apresenta a evolução do resultado primário do governo central para o período do governo Dilma.

<sup>2</sup> Entrevista disponível em: <<http://mais.uol.com.br/view/1575mnadmj5c/eu-sou-mesmo-levantador-de-pib-diz-mantega-sobre-apelido-04028C9C3560C4C12326?types=P&>>>.

<sup>3</sup> Em 2011, estas receitas totalizavam 23,9% do PIB. Em 2013, responderam por 24,4%.

GRÁFICO 1 - RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL - 2011-2014



FONTE: Banco Central do Brasil

A piora da situação fiscal é evidente, mas especialmente preocupante a partir de 2014, ano em que os déficits primários passaram a se constituir em regra ao invés de exceção, como até então verificado. A tendência de redução do superávit primário persistiu ao longo de todo o governo Dilma. Em 2011, o governo central gerou um superávit primário de R\$ 93,5 bilhões, caindo para R\$ 88,3 e R\$ 76,9 bilhões nos anos seguintes. As estatísticas para 2014 são ainda piores, alcançando valores negativos de R\$ 32,53 bilhões. O ano passado registrou o primeiro déficit desde 2001, quando começou a série histórica do BC, correspondente a 0,63% negativo em relação ao PIB. A “fórmula” para gerar estes resultados é bem conhecida: elevação de gastos sem a devida correspondência na elevação das receitas, em um cenário de desaceleração do crescimento econômico.

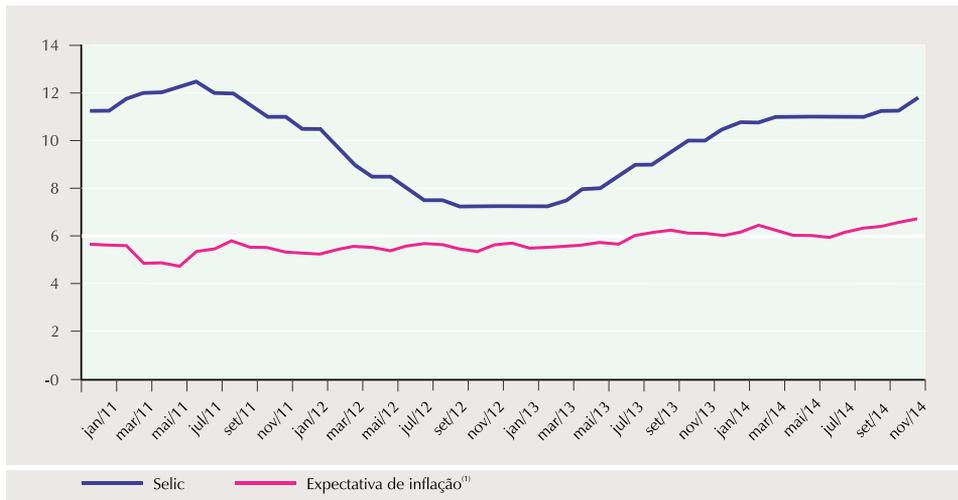
Dois aspectos devem ser ressaltados para se entender a questão fiscal no governo Dilma, um de natureza “estrutural” e outro de caráter conjuntural. A palavra “estrutural” aqui é utilizada em contexto restrito, referindo-se às características da política fiscal herdada por Dilma dos dois governos Lula.

Como analisado anteriormente, Lula não pode ser acusado de ter promovido um desequilíbrio das contas públicas. Pelo contrário, os resultados agregados melhoraram em relação ao governo FHC II. Há, no entanto, um importante aspecto que muitas vezes ocupa um lugar marginal nas análises. A política fiscal de Lula promoveu o equilíbrio num contexto de expansão do produto, havendo mais gastos por um lado e mais arrecadação por outro. O problema evidente dessa “estratégia” é que o equilíbrio fiscal será garantido apenas se a economia permanecer crescendo. Uma redução do crescimento – mantida a estrutura de gastos – fatalmente piorará o resultado fiscal. Em grande medida, foi isto que ocorreu na gestão Dilma.

Vejam os segundo aspecto, de natureza “conjuntural”. Os gestores da política fiscal estavam convencidos do sucesso das medidas empreendidas no contexto da crise

financeira e deram-lhe continuidade. Olhando retrospectivamente, sabemos que a política fiscal não funcionou como o esperado e que o crescimento econômico previsto não correspondeu sistematicamente ao observado. As razões para o fracasso residem nas políticas monetária e cambial. O gráfico 2 ajuda a compreender a condução da política monetária.

GRÁFICO 2 - TAXA SELIC/COPOM E EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO NO GOVERNO DILMA - 2011-2014



FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) A expectativa de inflação corresponde ao IPCA esperado para o acumulado de 12 meses, de acordo com apuração do Banco Central do Brasil.

O gráfico 2 fornece a evolução, para o período do governo Dilma, da taxa Selic definida pelo COPOM e da expectativa de inflação apurada pelo Banco Central. Esta última corresponde ao valor esperado para o IPCA acumulado nos próximos doze meses. O início de governo foi marcado pela elevação da taxa Selic num cenário de redução das expectativas de inflação. Esta política foi alterada a partir da 161.<sup>a</sup> reunião do Copom que definiu a redução da taxa Selic de 12,5% para 12,0% a.a. A partir de então, as reduções foram sistemáticas até que, na reunião de 10/10/2012, a taxa alcançou seu piso de 7,25% a.a. O processo foi revertido a partir da reunião de abril de 2014, quando houve subida para 7,5% a.a.

É interessante verificar que o processo de redução da taxa Selic ocorreu num contexto de manutenção das expectativas de inflação acima da meta definida pelo CMN. A taxa média de inflação esperada no período era de 5,51%, um ponto acima da taxa definida pelo COPOM. Vale lembrar que a prioridade da política monetária no regime de metas de inflação é determinar a taxa de juros compatível com a taxa de inflação definida como meta pelo CMN – neste caso, 4,5% a.a. É verdade que no caso brasileiro há uma banda de variação de 2%, o que implica uma inflação aceitável de até 6,5% a.a. Argumentar que, apesar da redução na taxa de juros,

o Banco Central garantiu uma inflação dentro desses limites, e que, portanto, não há problema, é um equívoco. Para entender este argumento, é necessário conhecer o funcionamento do regime de metas de inflação.

No regime de metas, a política monetária – especialmente a determinação da taxa de juros básica – é o principal instrumento para o controle da inflação. Quando a expectativa de inflação supera a meta definida, cabe ao BC elevar a taxa de juros. Esta elevação, ao reduzir o nível de demanda e promover a entrada de capital e a consequente valorização da moeda nacional, reduz a pressão inflacionária. Menor demanda por bens e serviços, menor pressão sobre os produtores. Da mesma forma, a valorização da moeda reduz o valor dos bens finais e insumos importados, o que também contribui para a convergência entre meta e inflação efetiva.

Contudo, para além desse mecanismo, o regime de metas de inflação possui um elemento mais importante do que o mero controle via taxa de juros. Sua grande vantagem é que ao longo do tempo – caso o mercado perceba que o foco da política monetária é, de fato, atingir a meta estabelecida – esta meta transforma-se em baliza para as expectativas inflacionárias. Desde a década de 1970, os economistas reconhecem a importância das expectativas na definição da inflação efetiva. A literatura econômica é rica na apresentação de evidências empíricas e teóricas que o corroboram. Assim, o esforço fundamental do BC no regime de metas é convencer os agentes de que a política monetária levada a cabo é adequada para atingir a meta determinada. No jargão dos economistas, o BC busca “ganhar credibilidade” e tornar a meta de inflação uma “âncora das expectativas” dos agentes.

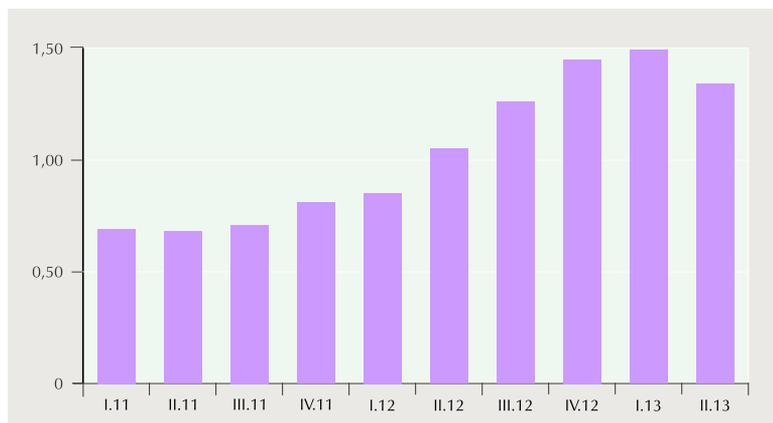
Nesse sentido, a política monetária conduzida por Meirelles, claramente comprometida com o controle inflacionário, colaborou não apenas para garantir que as metas de inflação fossem alcançadas a partir de 2005, mas também para que a meta se tornasse baliza para as expectativas de inflação. Tombini, por outro lado, ao reduzir a taxa Selic num contexto de manutenção das expectativas de inflação acima da meta, acabou por reduzir substancialmente a credibilidade adquirida na política monetária. Afinal, se a meta é 4,5% a.a. e o COPOM está reduzindo a taxa de juros quando as expectativas de inflação, na média, oscilam em torno de 5,5%, qual é, de fato, a meta perseguida pelo Banco Central? Estaria o BC satisfeito em atingir o teto, deixando de se preocupar com o centro da meta? Quando essas questões passam a fazer parte do cotidiano das discussões econômicas é sinal de que a política monetária está perdendo credibilidade.

No entanto, isto não significa, como às vezes é exageradamente colocado, que o Banco Central teria “abandonado” o regime de metas de inflação no período Dilma. É mais sensato afirmar que a primeira gestão de Alexandre Tombini no BC foi marcada pela flexibilização do regime de metas de inflação. Grosso modo, quanto mais se concentra na fixação da taxa de juros com o intuito de garantir a meta estabelecida, mais rígido é o sistema. Por outro lado, quanto maior o peso dos desvios do produto efetivo em relação ao produto potencial na definição da taxa de juros, mais flexível é o regime.

Curado e Curado (2014) apresentam evidências de que a gestão de Tombini promoveu, de fato, esta flexibilização do regime.<sup>4</sup> Seus resultados empíricos sustentam a ideia de que a gestão da política monetária do Banco Central no governo Dilma reduziu a importância dos desvios da inflação em relação à meta e ampliou o peso do nível de atividade em suas decisões, sobretudo na fixação da taxa de juros básica. Em outras palavras, o Banco Central passou a olhar menos para a inflação e mais para o nível de atividade na definição da taxa de juros básica da economia.

O gráfico 3 apresenta a evolução do parâmetro de aversão a desvios de produtos, relativamente ao peso atribuído à inflação (normalizado para 1). Em um regime de meta de inflação “puro”, esperaríamos encontrar pesos próximos de zero para todos os parâmetros de preferência que não aquele relacionado a desvios da inflação com relação à meta. Nota-se, no entanto, que em todos os períodos o peso do parâmetro de desvios do produto foi significativamente superior a zero.

GRÁFICO 3 - EVOLUÇÃO DO PARÂMETRO DE AVERSÃO A DESVIOS DO PRODUTO



FONTE: Curado e Curado (2014)

Essas estimativas indicam acentuada flexibilização do regime de metas de inflação ao longo da gestão Tombini. Assim, entre os primeiros trimestres de 2011 e 2013, o parâmetro de aversão aos desvios do produto mais que dobrou (saltando de 0,69 para 1,49), evidenciando a progressiva importância dada a esta variável. Mais que isso, a partir do segundo semestre de 2012, elementos relacionados à atividade econômica tiveram peso superior ao comportamento inflacionário, quadro incompatível com um regime de metas de inflação.

Um segundo exercício apontou para a existência de uma divergência entre a meta de inflação *de facto* e a *de jure* durante a gestão Tombini. Nesse sentido, se supomos que a meta efetivamente perseguida era um ponto percentual acima da

<sup>4</sup> O artigo apresenta três resultados importantes: a) o regime de metas de inflação no Brasil é relativamente flexível no período estudado; b) tal flexibilidade parece ter sido amplamente aprofundada ao longo da gestão Tombini; c) a meta de inflação *de facto* perseguida pelo Banco Central diverge da meta *de jure*.

oficial, passamos a diagnosticar um regime de controle de inflação bastante rígido. Mais precisamente, a estimativa para o parâmetro de aversão a desvios do produto passa de 1,34, no caso da meta oficial, para 0,03, ao considerarmos uma meta de 5,5% a.a. Tal resultado corrobora a visão de que, a despeito de o Banco Central ter deixado de perseguir o centro da meta de inflação, a gestão Tombini ainda mostrou-se sensível a riscos de estouros da meta.

É muito comum identificar os economistas que defendem a execução de uma política monetária comprometida com o regime de metas de inflação como defensores dos “interesses do capital”. O período do governo Dilma fornece um bom exemplo desse problema. A redução da taxa Selic em um cenário de manutenção de expectativas acima da meta foi um erro, considerando-se o regime de controle de inflação adotado pelo país. A afirmação é certamente impopular, mas desqualificá-la ou ignorar o funcionamento do regime em nada contribui para um debate maduro.

Uma lição é clara da análise do período: a redução da taxa de juros não pode ser feita “na marra” e tampouco depende da “vontade política” dos envolvidos. As condições de operação da economia são essenciais para que as taxas de juros reais possam cair consistentemente; porém, para que isto ocorra é necessário que as expectativas de inflação sejam de fato reduzidas, ainda que esta seja apenas uma condição necessária, mas não suficiente para tanto. O tema é polêmico e complexo. Reconhecer que as taxas de juros reais no Brasil são extremamente altas é óbvio. Sua redução seria muito bem-vinda, mas não pode ser feita a “canetadas”.

Não há como encerrar a discussão sem abordar o impacto dos preços administrados sobre a inflação. Vale lembrar que estes preços representam 22,9% do IPCA e, portanto, sua participação na evolução do IPCA está longe de ser desprezível. Os principais preços administrados (com sua participação no IPCA) são: produtos derivados de petróleo (5,13%), produtos farmacêuticos (3,37%), transporte (3,27%), planos de saúde (3,19%) e energia elétrica residencial (2,65%). De acordo com o relatório<sup>5</sup> de março de 2014 do BC sobre a evolução dos preços administrados, entre janeiro de 2008 e março de 2014 os preços livres acumularam uma alta de 49,3%, contra 25,6% dos administrados.

Energia elétrica e derivados de petróleo tornaram-se símbolos da política de contenção dos preços administrados. No mesmo período indicado no parágrafo anterior, os preços da energia sofreram uma deflação de 2,0%, ao passo que os da gasolina caíram 19%. Nos anos de 2012 e 2013, a política de contenção dos preços administrados foi fundamental para garantir a inflação dentro do limite superior da meta definida de 6,5%. Em 2012, a alta acumulada foi de 6,37% para os preços livres e de 3,59% para os administrados. Em 2013, a política foi ainda mais clara. Os preços livres acumularam alta de 7,06% contra apenas 1,54% dos administrados.

Em síntese, não é exagero afirmar que o controle de preços no Brasil só foi possível ao longo do governo Dilma por conta de uma deliberada política de

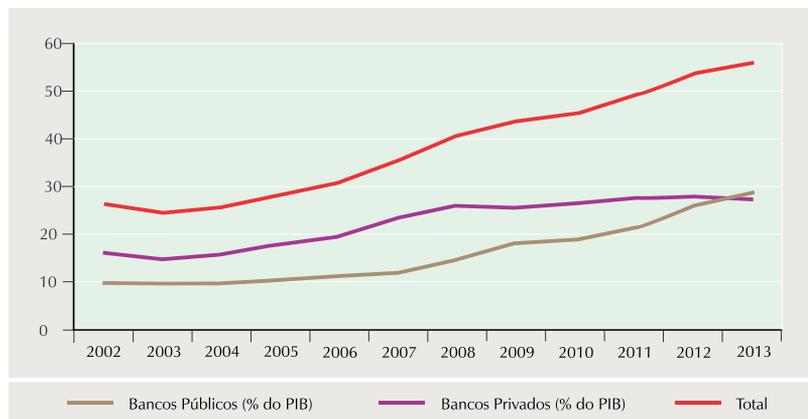
---

<sup>5</sup> Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%205Pre%C3%A7os%20Administrados.pdf>>.

contenção dos preços administrados. Uma política de realidade tarifária certamente teria elevado a inflação acima do teto da meta, evidenciando a fragilidade da política de estabilidade praticada, especialmente nos anos de 2012 e 2013.

A ideia fixa de estimular a demanda agregada como fonte inesgotável de crescimento foi reforçada por outros instrumentos que extrapolam o âmbito fiscal e monetário mais restrito. É também perceptível na “estratégia” de expansão dos bancos públicos na economia. Durante o ciclo de crescimento de 2004-2008, a liderança na oferta de crédito coube ao capital privado, tendência alterada no contexto da crise de 2008, quando a oferta de crédito derivada dos bancos públicos cresceu relativamente mais rápido. O gráfico 4 fornece a evolução desses dados.

GRÁFICO 4 - OFERTA TOTAL, BANCOS PÚBLICOS E BANCOS PRIVADOS - 2002-2013



FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: Crédito como % do PIB (2002:12 a 2013:12)

Os dados sintetizados no gráfico 4 revelam duas tendências. A primeira é a forte expansão da oferta de crédito no mercado doméstico. Em dezembro de 2002 a oferta de crédito correspondia a 26,1% do PIB, e em dezembro de 2013 chegou a 56%. A segunda tendência, verificada a partir de dezembro de 2008, diz respeito à ampliação do peso do crédito ofertado pelos bancos públicos no crédito total. Em 2013, pela primeira vez na história recente, a oferta de crédito dos bancos públicos superou a do sistema privado nacional e estrangeiro, chegando a 51,2% do total.

No contexto da crise, não surpreende a queda do apetite de bancos privados na concessão de crédito e tampouco a utilização de bancos públicos nos países em que estes têm papel representativo. O que surpreende é o acirramento dessa estratégia nos anos de 2012 e 2013, em um cenário bem distinto da crise financeira de 2008. O crescimento da importância dos bancos públicos na oferta de crédito é sintoma de problemas. Significa que, mesmo após a retomada do crescimento em 2010, os bancos privados não recuperaram a confiança na economia brasileira.

A manutenção de um baixo ritmo de crescimento e os equívocos da política econômica a partir de 2011 certamente levaram a uma visão mais pessimista dos bancos em relação ao futuro do país. Outro problema é a clara estratégia de manutenção do crescimento independentemente do comportamento do setor privado, uma espécie de retomada nostálgica da crença, comum entre formuladores de política no passado, de que o crescimento poderia ser liderado e sustentado pelo Estado. Neste sentido, a expansão do crédito como proporção do PIB durante o governo Dilma revela uma economia com fundamentos macroeconômicos nada saudáveis e com expectativas negativas sobre seu desempenho futuro.

## 2 POLÍTICA ECONÔMICA E OS BAIXOS NÍVEIS DE INVESTIMENTO

A condução equivocada da política econômica durante o governo Dilma contribuiu para os baixos níveis de investimento por dois caminhos. Primeiramente, a tentativa de manter o ritmo de crescimento através da expansão do consumo e dos gastos do governo pressionou a demanda em um contexto de reduzido crescimento da oferta. O resultado, conforme assinalado anteriormente, foi pressionar a inflação e as contas externas. Embora eficientes no curto prazo para geração de um ciclo de crescimento do PIB, essas políticas não funcionam no longo prazo se não engendrarem uma ampliação nas condições de oferta doméstica e no nível de produtividade do sistema econômico. O modelo de crescimento vigente entre 2004 e 2010 encontrou seu limite no governo Dilma.

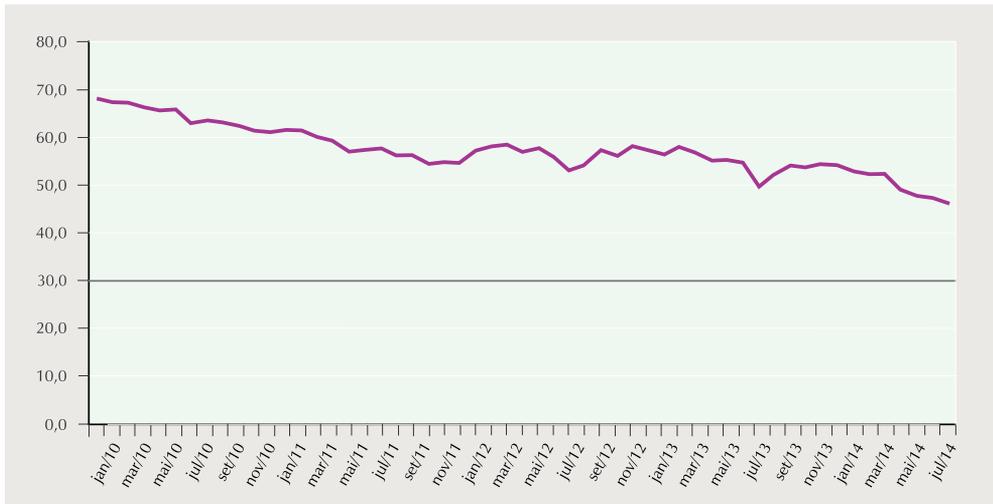
A insistência em manter uma política fiscal frouxa com reduções do superávit primário e a inconsistência da política monetária contribuíram para aumentar o grau de incerteza do sistema econômico. À medida que o governo reforçava a expansão da demanda tornava-se mais clara para os agentes econômicos a ineficiência desta política. Para piorar a situação, o ministro da Fazenda recorrentemente declarava a previsão de “retomada do crescimento” que não se verificava subsequentemente. No fim de seu mandato, o “levantador de PIB” já não gozava de credibilidade, assemelhando-se a Cândido de Voltaire e sua otimista visão de um mundo ideal e descolado da realidade. Há muitas evidências sobre a piora do estado de confiança na gestão de Dilma. O gráfico 5 mostra a evolução das perspectivas dos empresários industriais sobre o futuro da economia.

O gráfico 5 deve ser interpretado com cautela. De acordo com sua metodologia, índices iguais ou superiores a 50 pontos indicam um cenário considerado “otimista” pelos analistas. Embora os índices de otimismo sejam verificados majoritariamente no gráfico, é patente a tendência de deterioração no estado de confiança dos agentes. Se é verdade que não se pode imputar exclusivamente à gestão da política econômica a responsabilidade por este processo, é também verdade que não se pode redimi-la. A manutenção de um cenário internacional de incertezas, especialmente sobre a

recuperação dos países desenvolvidos da Europa, também jogou um papel relevante para a deterioração das expectativas.<sup>6</sup>

Finalmente, é necessário lembrar que as taxas de investimento historicamente observadas no país são relativamente baixas quando comparadas, por exemplo, com as de países em desenvolvimento da Ásia, com taxas de investimento superiores a 30% do PIB.

GRÁFICO 5 - ÍNDICE DE CONFIANÇA DO EMPRESÁRIO INDUSTRIAL - 2010-2014



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEADATA

Tal como pode ser observado no gráfico 6, as taxas de investimento após o processo de estabilização inaugurado com o Plano Real oscilaram entre 15% e 20% do PIB. O ambiente de estabilidade econômica foi incapaz, por si só, de engendrar uma elevação sistemática dos investimentos. Pelo contrário, a fase pós-estabilização foi marcada pela oscilação nos gastos com investimento em níveis baixos, especialmente quando comparados com a experiência internacional. Os dados demonstram, também, que a tendência de elevação dos investimentos (como proporção do PIB) observada durante o governo Lula foi revertida no governo Dilma.

<sup>6</sup> A crise na zona do Euro não pode ser desconsiderada da análise. A recuperação dos EUA, por seu turno, ainda que mais vigorosa do que a observada na zona do Euro, permaneceu aquém das expectativas no período. Finalmente, a redução do ritmo de crescimento chinês foi outro aspecto que certamente precisa ser levado em consideração.

GRÁFICO 6 - RELAÇÃO INVESTIMENTO/PIB - 1994-2013



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEADATA

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O conjunto de evidências selecionado permite concluir que os resultados econômicos verificados no governo Dilma foram, em grande medida, fruto de uma política econômica equivocada em sua essência. No campo fiscal, o governo manteve praticamente inalterada a política de ampliação de gastos, em um cenário de reduzido crescimento do produto, o que concretamente se traduziu em uma piora dos resultados do governo central. No campo monetário, ocorreu uma flexibilização do regime de metas, realizada através das reduções na taxa de juros em um contexto de inflação acima do centro da meta. O objetivo dessas políticas era manter a expansão da demanda agregada para promover a recuperação do ritmo de crescimento do produto. Contudo, os resultados foram o baixo crescimento e a pressão inflacionária, denunciando o fracasso dessa “estratégia”.

Cabe ressaltar que tal estratégia não pode ser caracterizada como “desenvolvimentista” ou “keynesiana”. A promoção de políticas expansionistas é adequada no contexto de reduções drásticas da demanda, em geral associadas a crises. Durante a crise financeira global, elas foram implementadas por um amplo conjunto de economias, com destaque para as experiências dos Estados Unidos, da Zona do Euro e do Japão, além do Brasil, onde, como já citado, foram eficientes especialmente em 2010. No entanto, o conjunto de instrumentos fiscais adequados a um cenário de profunda deterioração da demanda não pode ser utilizado como um instrumento permanente de ampliação do produto. O aumento dos gastos sem a necessária expansão nas condições de oferta gera, em uma economia aberta, pressões inflacionárias e/ou desequilíbrios nas contas externas.

Essas pressões inflacionárias podem ser relativamente contidas se uma parte do excesso de demanda for atendida por bens e serviços produzidos no exterior, ou seja, com aumento do nível de importações. Esse processo pode ser mantido no

médio prazo – com relativo equilíbrio externo – se a quantidade de bens e serviços vendidos ao exterior for ampliada (o que é difícil de se imaginar em um cenário de baixo crescimento mundial) ou, ainda, se os termos de troca forem melhorados.

No Brasil, as pressões de demanda foram, em alguma medida, atendidas por importações, especialmente de bens industriais, e em outra transformadas em pressões inflacionárias. Boa parte dessas pressões foram oriundas do setor de serviços não comercializáveis, pois a impossibilidade de importar estes serviços resultou na elevação de seus preços, fenômeno acentuado pela produtividade relativamente baixa do setor.

É evidente que inflação e desequilíbrio externo, por sua natureza complexa, não podem ser explicados em sua magnitude pela pressão de demanda derivada da manutenção da política fiscal, monetária e creditícia. Outros fatores contribuíram para este processo, como o comportamento do preço das *commodities* e os efeitos da valorização cambial sobre a redução de competitividade externa da indústria, bem como sobre a balança comercial de bens industriais. A análise desses aspectos, apesar de sua relevância, foge ao escopo limitado deste artigo, cujo foco foi discutir a política econômica.

Contudo, no tocante à parcela de responsabilidade das políticas domésticas, pode-se questionar se o governo percebeu o erro que cometia ao insistir nas políticas de expansão de gastos. É difícil intuir como pensavam os administradores da política econômica, mas as evidências apontam para um duplo equívoco: acreditaram, por um lado, que havia uma insuficiência de demanda e, por outro, que os estímulos aos gastos com consumo e os gastos do governo promoveriam ampliações automáticas nos investimentos produtivos e, portanto, na oferta agregada doméstica.

Não deve repousar dúvida sobre a relevância da expectativa de demanda futura sobre os gastos com investimento do setor privado. A decisão de investimento privado é extremamente complexa e nenhum empresário irá alocar seus recursos se não existir uma expectativa de que os bens e serviços ofertados serão demandados. Além disso, o retorno desse investimento deve superar seus custos e ser uma alternativa mais rentável do que outras opções, como os juros provenientes de títulos. Finalmente, como boa parte das decisões de investimento utiliza recursos superiores aos possuídos pelos empresários individuais, torna-se necessário encontrar mecanismos de financiamento que os viabilizem.

Se a Lei de Say, do início do século XX, afirmava que “toda oferta cria sua própria demanda”, imaginar que níveis elevados de demanda por bens de consumo automaticamente ampliariam investimentos e, portanto, as condições de oferta, é basear-se em uma espécie de “Lei de Say às avessas”. É crer que toda demanda cria sua oferta. Ambas as proposições são simplificações grosseiras da realidade econômica e negligenciam a complexidade que envolve a decisão de investimento. No caso particular, as evidências permitem concluir que a tentativa de estimular a economia através dos instrumentos fiscais e monetários, ainda que seja algo adequado no contexto de uma crise, é inadequado como forma de manutenção do crescimento. A tentativa

colocada em marcha durante o governo Dilma não foi apenas ineficiente mas também, como argumentado ao longo deste artigo, contribuiu para a piora das expectativas dos agentes privados, comprometendo os investimentos e o crescimento econômico.

## REFERÊNCIAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: dez. 2014.
- CURADO, T.; CURADO, M. Identificando as preferências do Banco Central do Brasil (2002-2013). **Estudos Econômicos (USP)**, v.44, n.3, jul./set. 2014.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Disponível em: <[www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)>. Acesso em: abr. 2015.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Ipeadata pesquisa por tema. Disponível em: <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>. Acesso em: dez. 2014.
- PASTORE, A. C. *et al.* **Limites ao crescimento econômico**. XXII Fórum Nacional – Estudos e Pesquisas, Rio de Janeiro, n.345, maio 2010.