

## CAPÍTULO:

# A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo

**Mário Mesquita\***

### 1. A política macroeconômica sob Dilma Rousseff

A política macroeconômica do governo Rousseff, ainda que jamais tenha formalmente abandonado o tripé macroeconômico básico estabelecido em 1999, apresentou desvios em relação ao mesmo ao longo do tempo no que se refere tanto aos objetivos de curto prazo quanto aos instrumentos.<sup>1</sup>

A política econômica sob Dilma acabou sendo uma resultante de forças, com diversas agências atuando com diagnósticos distintos, e prioridades variadas, que em determinado momento foram ganhando ou perdendo terreno no embate das ideias. Este diagnóstico vale para qualquer governo, mas tornou-se mais relevante na gestão Rousseff, cujas políticas tenderam a ser mais cambiantes do que costumava ser o caso sob seus dois predecessores imediatos.

Nos últimos anos pareceu prevalecer, assim como no segundo mandato do ex-Presidente Lula, uma heterogeneidade de visões sobre o funcionamento da economia e o escopo e possibilidades da política econômica. E, assim como no governo anterior, pode-se afirmar que uma visão mais convencional e circunspecta sobre a política econômica se concentrou no Banco Central (BC), ao passo que o Ministério da Fazenda (MF) e outras partes do setor público, como o BNDES, adotaram uma visão mais heterodoxa.

Mas a inovação sob Rousseff foi uma tendência ao hiper-ativismo, em parte resultante do contexto global, em parte de um certo estilo gerencial. Com isso, aspectos da política macroeconômica foram sendo alterados com alta frequência, como exemplificam as sucessivas mudanças nas regras para fluxos de capitais estrangeiros, bem como no regime tributário aplicado a certos setores, sem que as autoridades tenham exibido muita preocupação sobre os efeitos que tais mudanças poderiam ter sobre o grau de incerteza e o ambiente de negócios prevalecente na economia.

Além dessa tendência ao ativismo excessivo, uma linha dominante da política econômica sob Rousseff foi um certo ceticismo em relação ao mercado e a preferência pela intervenção estatal, cujo exemplo maior, no âmbito da macroeconomia, foi provavelmente o tratamento dado à taxa de câmbio.

A primeira fase do governo, de janeiro a julho de 2011, foi de continuidade, com mudanças limitadas em relação às políticas praticadas em anos anteriores. Tais mudanças concentraram-se na área de política monetária e cambial, e foram parciais. O BC, visando promover a convergência da inflação (que terminara 2010 em 5,9%) para a meta, retomou em janeiro de 2011 o processo de aperto monetário que havia interrompido em meados do ano anterior, quando das primeiras manifestações da crise europeia, com uma elevação da taxa básica de juros (Selic) para 11,25% aa.

---

<sup>1</sup> Esse trabalho é voltado para as políticas fiscal, monetária e cambial. Políticas setoriais serão objeto de outros capítulos.

Ao mesmo tempo, a autoridade monetária, na ata da reunião do comitê de política monetária (Copom) de janeiro, indicava que seu “cenário central também contempla moderação na expansão do crédito, para a qual contribuem as ações macro-prudenciais recentemente adotadas (...) em parte, tais alterações regulatórias devem se manifestar como elemento de contenção da demanda agregada por intermédio do canal de crédito.”<sup>2</sup> O texto refere-se ao conjunto de medidas prudenciais anunciadas no início de dezembro de 2010, que visava conter a expansão do crédito, para mitigar riscos sistêmicos, mas cujos efeitos macroeconômicos contracionistas ainda seriam sentidos. Ao longo do primeiro semestre de 2011 novas medidas restritivas foram adotadas: aumento da alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre o crédito ao consumidor e regras mais rígidas para o parcelamento de faturas de cartões de crédito.

Na política cambial, além de continuar a aquisição de reservas externas, o governo introduziu um IOF nas operações de vendas de derivativos cambiais, com vistas a frear a apreciação da moeda – note-se que medidas tributárias visando disciplinar a entrada de capitais, notadamente no mercado de renda fixa, já haviam sido adotadas na segunda metade de 2010.

A política fiscal foi ajustada, e, depois de ter sido francamente pró-cíclica em 2010, ano de eleições gerais, voltou a uma postura contracionista – a julgar pelo impulso à demanda agregada, o programa fiscal de 2011 foi o mais austero desde 2003.<sup>3</sup>

Tabela 1: Política fiscal 2001-2014

	Superávit Primário Gov. Central (% PIB)	Superávit Primário Setor Público (% do PIB)	Superávit Estrutural (% PIB)	Impulso Fiscal (p.p.)
2001	1,7	3,4	1,7	...
2002	2,2	3,2	2,1	0,4
2003	2,3	3,3	2,8	0,7
2004	2,7	3,7	2,5	-0,3
2005	2,6	3,8	2,6	0,1
2006	2,2	3,2	2,2	-0,4
2007	2,2	3,3	1,9	-0,3
2008	2,4	3,4	2,1	0,2
2009	1,4	2,1	1,5	-0,6
2010	2,1	2,8	1,2	-0,3
2011	2,2	3,1	1,8	0,6
2012	2,0	2,4	1,6	-0,2
2013	1,6	1,9	1,2	-0,4
2014P	0,9	1,3	0,9	-0,3

Fonte: Banco Central do Brasil; Brasil Plural

A partir de agosto de 2011, teve início aquilo que alguns comentaristas econômicos e políticos descreveriam como “a virada” do governo Dilma, com uma abrupta reversão de curso da política monetária, que passou a ser relaxada, com o amparo inicial de uma política fiscal ainda restritiva.<sup>4</sup> A inflexão da política monetária foi uma das decisões mais controversas tomadas pelo Copom desde sua criação, tanto pelo caráter inédito (a primeira mudança de direção entre duas reuniões consecutivas), quanto pelas condições iniciais (inflação corrente e esperada bem distantes do centro da meta).

Note-se, também, a importância atribuída pelas autoridades ao movimento, o que acabou alimentando a aparência de que a taxa de juros poderia ter se transformado em objetivo, e não mero instrumento de política econômica.<sup>5</sup> Nesse ambiente, em que a redução das taxas de juros

<sup>2</sup> Notas da reunião do Copom de janeiro de 2011, parágrafo 26.

<sup>3</sup> O superávit estrutural é ajustado para receitas extraordinárias e o ciclo, o impulso fiscal é a diferença entre o superávit estrutural de um ano e o anterior.

<sup>4</sup> A Selic havia sido elevada em 1,75p.p. para 12,5%a.a., e na reunião de agosto do mesmo ano, o ciclo foi interrompido com a taxa sendo reduzida em 0.5p.p..

<sup>5</sup> Considere-se, por exemplo, trecho do discurso presidencial de sete de setembro de 2012: mbro de 2012: fundamentos da nossa polcurso presidencial de sete de setembro de 2012: mbro de 2012: dança estrutural que tem, como

passa a ser vista, por parte do público, como um objetivo em si, não surpreende que tenha aumentado o tradicional questionamento da missão da autoridade monetária, que resulta de um contexto institucional inadequado - falta de autonomia legal do BC.

A inflexão de política implementada pelo Copom na reunião de agosto de 2011 foi baseada na visão de que a lenta e frágil recuperação das economias maduras teria impacto contracionista importante sobre a economia brasileira, o que iria por si só aumentar o hiato de produto e, assim, contribuir para promover a convergência da inflação para a meta. Especificamente, segundo o comunicado da reunião: “Reavaliando o cenário internacional, o Copom considera que houve substancial deterioração, consubstanciada, por exemplo, em reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos (...) O Comitê entende que a complexidade que cerca o ambiente internacional contribuirá para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica, que já se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira (...) Nesse contexto, o Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, um ajuste moderado no nível da taxa básica é consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.”<sup>6</sup>

O resultado almejado acabou não se materializando. A inflação de fato iniciou uma trajetória de queda a partir de setembro de 2011 (quando havia atingido um máximo local de 7,31%), graças ao aperto monetário implementado anteriormente, bem como à apreciação do real ocorrida até meados de 2011, atingindo um piso de 4,92% em junho de 2012, mas voltou a subir, terminando o ano em 5,84%, sem jamais atingir 4,5%.

Vale notar que o resultado do experimento de 2011 contrasta com o do ciclo de flexibilização de 2009, este sim consistente com a convergência da inflação para a meta. Considerando-se as condições iniciais, essa diferença de resultados não é surpreendente. Para começar, havia bem menos ociosidade na economia em 2011: a taxa de desemprego com ajuste sazonal encontrava-se em 6,0% em agosto de 2011, ante 8,5% em janeiro de 2009, ao passo em que a taxa de utilização da capacidade, também ajustada para fatores sazonais, atingia 83,6%, ante 78,4% em 2009. Por sua vez, as expectativas de inflação 12 meses à frente encontravam-se em 4,7% em janeiro de 2009 e 5,5% em 2011. Com essas condições iniciais, o ciclo que teve início em agosto de 2011 só poderia ter sido consistente com a desinflação continuada da economia caso, os outros fatores permanecendo constantes, o choque externo fosse mais intenso do que se seguiu à quebra da Lehman Brothers, e não apenas uma fração do mesmo, como parecia acreditar o BC.

Talvez como resultado da frustração com o processo de desinflação, a partir de 2012 o governo passou a recorrer mais intensamente a intervenções diretas no sistema de preços como instrumento auxiliar de controle da inflação – ver seção 3.2. Como tais intervenções foram (e são) vistas pelos agentes econômicos e analistas como insustentáveis no tempo, e estimulavam ao invés de conter o excesso de demanda, o efeito restringiu-se ao curto prazo, tendo como contrapartida a piora das expectativas a médio e longo prazo.

Mesmo assim, a necessidade de se ajustar a Selic, revertendo o ciclo anterior, foi se tornando mais clara ao longo do segundo semestre de 2012. O próprio Banco Central começou a alertar para tal situação no comunicado da reunião de janeiro de 2013, reforçou a sinalização na reunião

---

sustentação, uma taxa de juros baixa, o câmbio competitivo e a redução da carga tributária. Estamos conseguindo, por exemplo, uma marcha inédita de redução constante e vigorosa nos juros, que fez a Selic baixar para cerca de 2% ao ano, em termos reais. E fez a taxa de juros de longo prazo cair para menos de 1% ao ano, também em termos reais.”

<sup>6</sup> Comunicado da reunião do Copom de 31 de agosto de 2011.

seguinte e finalmente começou a elevar a Selic a partir de abril, em processo ainda não concluído.

Uma forma natural de se avaliar o resultado da política monetária, sob o regime de metas, é a capacidade de ancorar as expectativas de inflação. Sob esse critério, fica claro um enfraquecimento da ancoragem das expectativas a partir de 2011.<sup>7</sup>

Tabela 2: Expectativas de inflação e meta (ano calendário)

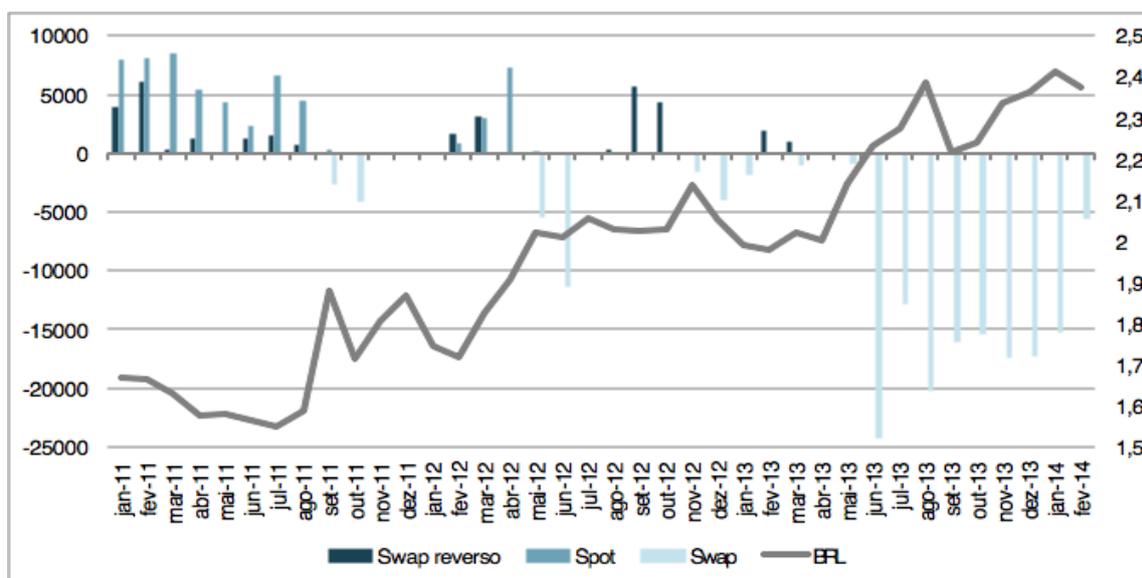
	T+1	T+2	T+3	T+4	Inflação	Gap *
2008	5,56	4,70	4,34	4,30	5,90	1,40
2009	4,41	4,41	4,50	4,50	4,31	-0,19
2010	5,26	4,82	4,50	4,50	5,90	1,40
2011	6,20	5,14	4,64	4,51	6,50	2,00
2012	5,24	5,41	5,11	4,91	5,84	1,34
2013	5,76	5,78	5,41	5,24	5,91	1,41

Fonte: Banco Central do Brasil; Brasil Plural; \* O gap é a diferença entre inflação e meta.

Curiosamente, ao mesmo tempo em que, a partir da correção de rumo encetada desde abril de 2013, a política monetária vem retornando às práticas mais usuais do regime de metas para a inflação, com melhorias na comunicação e ganhos de credibilidade para o BC, a política fiscal tornou-se mais expansiva (Tabela 1) e a política cambial, mais intervencionista.

De fato, após um período (entre meados de 2011 e igual período de 2013) de intervenções moderadas no mercado cambial – e apesar do compromisso retórico com o regime de câmbio flutuante – o BC anunciou em agosto de 2013 um programa contínuo de oferta de hedge cambial, por meio de intervenções diárias. O programa foi anunciado sob o efeito da tensão detonada nos mercados pela perspectiva de redução dos estímulos monetários nos EUA (o chamado *tapering*), e veio a ser estendido até (pelo menos) o final de junho de 2014.

Gráfico 1: Intervenção cambial e BRL



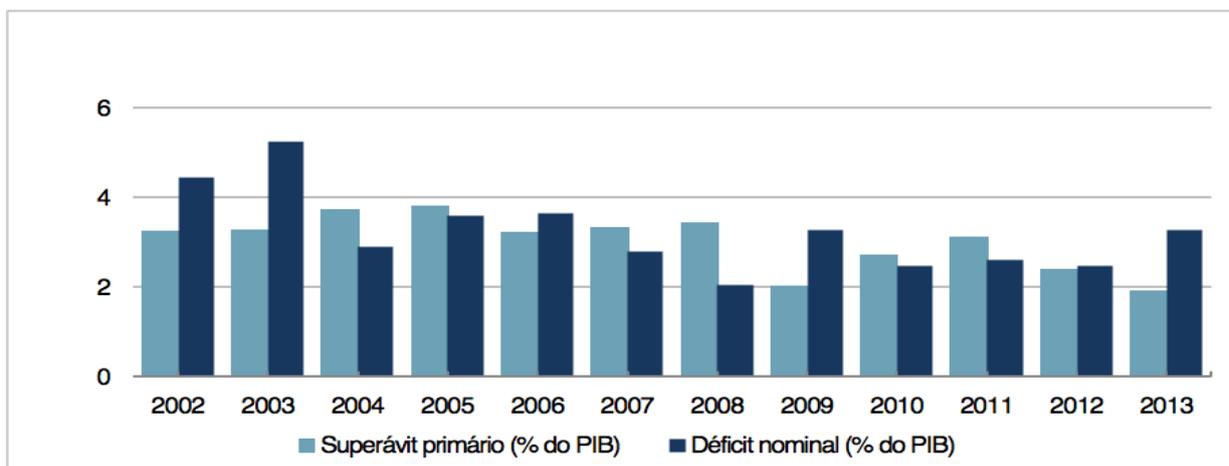
Fonte: Banco Central do Brasil; Bloomberg; Brasil Plural

<sup>7</sup> Tabela 2. Note-se que considerando expectativas médias, em vez daquelas para o final de período, resultados muito semelhantes à tabela são obtidos.

Tanto a natureza (swaps em vez de swaps reversos, o que equivale a venda de dólares a termo) quanto a frequência da intervenção sofreram alterações no período mais recente, em contraste com o período em que a ênfase da atuação do BC era no aumento de seus ativos externos. A posição comprada em moeda estrangeira do setor público, constituída até 2013, segue sendo expressiva, algo como \$257 bi, mas não é ilimitada, e caiu um pouco em relação ao máximo de \$265 bi, atingido em 2012.

Após o início da crise financeira global, um grande número de países utilizou políticas monetárias e fiscais frouxas, em reação ao choque recessivo, e o Brasil não foi exceção. Em relação à política fiscal, o resultado primário como proporção do PIB caiu de uma média 3,4%, de 2002 a 2008, para 2,4% nos anos posteriores à crise; e projeções consensuais indicam uma deterioração adicional em 2014 - de fato, nos últimos doze meses findos em março de 2014, o superávit primário foi de apenas 1,7%. Desta forma, o déficit nominal como proporção do PIB, que chegou a alcançar 1,4% em outubro de 2008, reverteu sua trajetória declinante e fechou 2013 em 3,3%. Uma estimativa do superávit estrutural, que ajusta o resultado fiscal ao ciclo econômico, confirma, com uma pausa em 2011, a trajetória expansionista das finanças públicas no período posterior à crise.

**Gráfico 2: Resultado primário e nominal (% do PIB)**



Fonte: Banco Central do Brasil; Brasil Plural

A perspectiva de rebaixamento da classificação de risco da dívida soberana por agências de rating, com impacto potencial sobre a taxa de câmbio, levou o governo a anunciar um programa de contingenciamento orçamentário ambicioso para 2014, sinalizando um superávit primário de 1,9% do PIB no ano. Entretanto, até o momento, persistem dúvidas quanto à implementação, alimentadas, entre outros fatores, pela incerteza sobre o impacto dos subsídios ao consumo de energia, bem como com os resultados fiscais decepcionantes observados desde o início do ano.

O fato é que nos últimos anos o gasto público primário entrou em trajetória de forte expansão, saltando de 16% do PIB em 2008 para 19% em 2013. Note-se que, mesmo considerando os subsídios do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), os investimentos do governo federal ficaram praticamente estagnados nos últimos três anos, representando 1,3% do PIB. Para agravar o problema dos gastos crescentes, o crescimento fraco e o ambicioso programa de desonerações têm minado a capacidade de arrecadação do governo. As desonerações totalizaram quase R\$ 80 bi em 2013 e devem ultrapassar R\$ 90 bi em 2014. Sendo assim, para alcançar metas já reduzidas de superávit primário, o governo optou por recorrer a receitas atípicas, além de operações contábeis.

## 2. Interpretações

### 2.1 Populismo macroeconômico atualizado?

As políticas econômicas do governo Dilma têm elementos consistentes com episódios clássicos do populismo macroeconômico latino-americano (PML), mas há aspectos particulares também.<sup>8</sup>

No paradigma PML, o experimento geralmente ocorre depois de um período de crescimento fraco, mas no qual reservas e margens de manobra fiscais e externas foram criadas - no governo Dilma, apenas o segundo grupo de características foi observado, visto que o governo assumiu após a forte aceleração de 2009-10, e o período de crescimento robusto do segundo mandato do presidente Lula. Experimentos de populismo decorrem historicamente de uma profunda e generalizada rejeição do modelo econômico anterior - isto também não se observava no início do governo Dilma, exceto pela tradicional posição dos lobbies industriais contra as taxas de juros e de câmbio vigentes sob o regime de metas para a inflação.

Uma similaridade é a aparente crença de que manter a demanda agregada suficientemente aquecida é condição necessária para despertar os espíritos animais e, assim, incentivar o investimento. A visão de que a demanda criaria a própria oferta é expressa de forma clara em texto sobre o governo Lula, mas que se aplica de forma mais clara ao governo Dilma: “somente com a aceleração do crescimento, a economia poderia iniciar um círculo virtuoso no qual o aumento da demanda agregada geraria aumento nos lucros e na produtividade, o que por sua vez, produziria um aumento no investimento e, dessa forma, criaria a capacidade produtiva necessária para sustentar a expansão”.<sup>9</sup>

A prescrição clássica de política no PML tradicionalmente incluía a combinação "reativação com redistribuição", e envolvia lançar mão de reservas externas (e protecionismo) para conter os efeitos do excesso de demanda doméstica sobre a taxa de câmbio – nesse tema, a situação é mais ambígua. O governo tem usado política de salário mínimo e controles de preços para redistribuir renda, mas inicialmente tentou depreciar o real para favorecer o setor industrial (mais recentemente, contudo, o governo adotou uma política de intervenção cambial típica do PML tradicional, visto que contribui para evitar depreciação da moeda). De fato, o governo Dilma, por sua presença constante no mercado cambial (como visto acima), demonstrou ter, em comum com o PML, resistências à ideia de que a taxa de câmbio deve ser determinada pelo mercado.

O PML historicamente tem seguido um ciclo clássico. Há um período de sucesso inicial, caracterizado pela aceleração do crescimento, por meio da ocupação da capacidade ociosa existente na economia, com pressões inflacionárias moderadas; seguido de deterioração, com aumento da pressão inflacionária e sobre o balanço de pagamentos; e colapso, geralmente via desvalorização cambial. O governo Dilma não chegou a ter propriamente uma fase de sucesso do ponto de vista da aceleração do crescimento, com sucessivas rodadas de estímulo fiscal encontrando restrições de oferta que teimaram em não se relaxar, mas até o momento conseguiu evitar consequências mais severas do ponto de vista do setor externo.

---

<sup>8</sup> Dornbusch e Edwards (1991) apresentam o tratamento clássico do tema.

<sup>9</sup> Barbosa e Souza (2010).

## **2.2 Um teste da hipótese de equilíbrios múltiplos?**

Desde o máximo em 1999, quando chegou a 45% aa, a taxa Selic entrou em uma trajetória geral de queda, e atingiu o patamar mínimo de 7,25% no terceiro trimestre de 2012. Apesar da tendência geral de queda, ocorreram ciclos de alta dos juros como quando da crise de confiança deflagrada pela iminência da eleição do ex-Presidente Lula em 2003, em 2004-2005, 2008, 2010-2011 e no momento atual.

Essa trajetória de logo prazo de redução dos juros levou muitos a acreditar que o Brasil estaria gradualmente se deslocando para um novo “bom” equilíbrio em que seria possível conviver com juros menores sem que a inflação saísse do controle, e tinha inspiração, ao menos parcial, em Blanchard (2004).

Blanchard (2004) propôs um modelo de equilíbrio duplo para a economia brasileira em que, quando na vizinhança do equilíbrio bom, o aumento da taxa de juros real faz a dívida pública nacional mais atraente, e leva a uma apreciação do câmbio, favorecendo, através de mecanismos clássicos, a queda da inflação. Se, no entanto, com o aumento da taxa de juros real, também aumenta a probabilidade de default da dívida pública, o efeito pode ser o de tornar esta dívida menos atraente, e levar a uma depreciação real do câmbio, com efeitos deletérios para o controle da inflação. Pastore (2014) testa esse modelo, sem encontrar apoio empírico para o mesmo. Mas naturalmente, como salientado por Lara Resende (2011), a possibilidade de que a própria política de juros altos provoque a necessidade de juros altos, em um movimento de retroalimentação, teve tradicionalmente grande apelo ideológico à esquerda.

Ao se aplicar o modelo de Blanchard ao contexto recente, deixou-se de lado uma importante consequência em termos de recomendação de política. No contexto de Blanchard (2004), o sistema de metas para a inflação pode ter efeitos perversos quando a economia se encontra perto do equilíbrio ruim, pois um aumento na taxa de juros real em resposta a um episódio de aumento da inflação leva a uma depreciação cambial, que leva a um novo aumento da inflação. Neste caso, a política fiscal, não a política monetária, seria o instrumento adequado para lidar com a inflação.

Não é possível provar quando a economia se localiza em torno do equilíbrio ruim e, certamente, a solução para sair do equilíbrio perverso para o saudável não passa pela redução forçada da taxa de juros. Além de, tecnicamente, a região em volta do equilíbrio ruim ser instável, a redução forçada dos juros nessa situação levaria a uma alta na inflação incompatível com o sistema de metas. Sendo assim, a única forma de se reduzir os juros sem que esse movimento comprometa o controle da inflação é reduzir a percepção de risco da dívida pública, que passa pela difícil tarefa de empreender paralelamente um ajuste fiscal.

Ocorre que a tese de equilíbrios múltiplos não chegou a ser propriamente testada durante o governo Dilma, o que ocorreu de fato foi que a queda da taxa de juros (2011-2012) conviveu com a deterioração das contas públicas (na ótica dos decrescentes superávits primários e crescentes déficits nominais), contribuindo para a situação desconfortável em termos de pressões inflacionárias em que nos encontramos hoje.

Isso sugere que a interpretação do próprio conceito de equilíbrios múltiplos adotada pelo governo pode ter sido distinta da desenvolvida por Blanchard (2004). De fato, aparentemente a crença dominante era que a economia estava em um equilíbrio ruim com taxa de juros alta e real apreciado por razões institucionais e ou de histerese, e que a migração para um novo equilíbrio, com taxa de juros mais baixa, câmbio depreciado e taxa de inflação na meta, ocorreria em função de maior vontade política, desde que a nova configuração fosse mantida por tempo suficiente, para que os agentes se acostumassem com os novos preços relativos - a fraqueza da economia

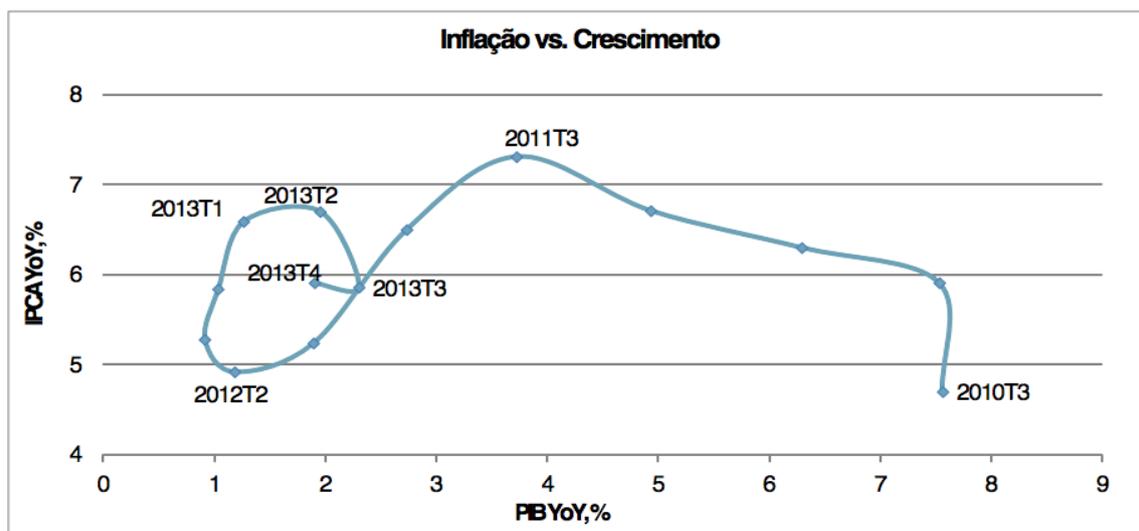
mundial e a contribuição desinflacionária do setor externo eram vistos como fatores que comprariam tempo para essa transição.

### 3. Tópicos especiais

#### 3.1 Controles de preços

Durante o governo Dilma, piorou o trade-off entre inflação e desemprego: temos testemunhado crescimento abaixo do que acreditávamos ser o potencial para a economia brasileira convivendo com elevadas taxas de inflação.

Gráfico 3: PIB x inflação



Fonte: IBGE

A meta para inflação no Brasil, de 4,5% ao ano com banda de tolerância de 2 pontos percentuais para baixo ou para cima, é elevada em comparação com outras economias na região que também adotam o sistema de metas. Por exemplo, no Chile, México e Colômbia, a meta é de 3% com tolerância de 1 ponto percentual. Ainda assim, o Brasil tem encontrado dificuldade para fazer com que a inflação se localize próximo da meta. De fato, 2013 foi o quarto ano seguido em que a inflação se encontrou acima da meta. Nesses quatro anos (2010-2013), a inflação anual média se encontrou em 6,0%. As bandas em volta da meta da inflação servem para que choques possam ser acomodados. O fato de a inflação se posicionar sistematicamente acima da meta sinaliza que o governo poderia estar trabalhando com uma meta informal superior à oficial – estudos econométricos sobre a função de reação do banco central apontam para uma “meta implícita” ligeiramente inferior a 6,5%.<sup>10</sup>

Com a meta *de facto* superior à oficial, sobra pouca margem para que choques altistas não levem ao rompimento do limite superior da banda de tolerância. Para impedir que tais choques levassem ao rompimento do limite superior da banda de tolerância da meta de inflação, e ajudar a consolidar o novo ambiente de taxas de juros menores, ao longo de 2013 o governo lançou mão de uma série de medidas para conter o avanço dos preços – tais medidas se dividem em 2 grupos, com sobreposições: desonerações tarifárias e controle artificial de preços sobre os quais o poder público tem ingerência (preços administrados).

<sup>10</sup> Pastore (2014)

No primeiro grupo, tivemos a redução de IPI e PIS/Cofins de alimentos da cesta básica e de higiene, a não recomposição completa do IPI de automóveis, linha branca e móveis, redução de PIS/Cofins de passagens de ônibus, a desoneração da folha de pagamento para setores intensivos em mão de obra, e a redução de encargos setoriais na conta de eletricidade – as dificuldades atuais do setor de energia, bem como a persistência dos patamares historicamente muito baixos de desemprego, sugerem que estas últimas iniciativas podem ter ocasionado sinais de preços relativos contraproducentes.

No segundo grupo, tivemos o cancelamento do aumento das tarifas de transporte público (e redução para níveis pré-2013, em alguns casos), a elevação do subsídio às tarifas de eletricidade para que a elevação nos preços de energia não fossem repassados aos consumidores, e a manutenção dos preços dos combustíveis abaixo do nível internacional.

- estimamos que, somadas, essas medidas podaram cerca de 1,7 ponto percentual do IPCA acumulado em 12 meses, o que levaria a inflação quase 8%.

**Tabela 3: Inflação reprimida**

Inflação "Escondida"	
	Pontos base
Cesta básica	26
Energia elétrica	65
Ônibus urbano e metrô	14
Gasolina - defasagem	35
Álcool - efeito secundário da gasolina	6
Diesel - defasagem e efeito secundário sobre alimentos	23
<b>Inflação "Escondida"</b>	<b>169</b>

Fonte: Brasil Plural

A experiência brasileira e internacional ensina que represamento de preços pode ter efeitos de curto prazo, mas tem custos significativos a médio prazo. No caso brasileiro, essas políticas têm afetado fortemente as finanças da Petrobras, criando uma espécie de *peso problem* para a formação de expectativas de inflação, dificultando a convergência para a meta, além de apresentar custos fiscais para as diferentes esferas de governo – o subsídio ao consumo de energia elétrica, por exemplo, custou R\$9,8 bilhões em 2013 e deve custar pelo menos R\$21 bilhões esse ano, ou seja, cerca de 84% do gasto programado com o programa Bolsa Família.

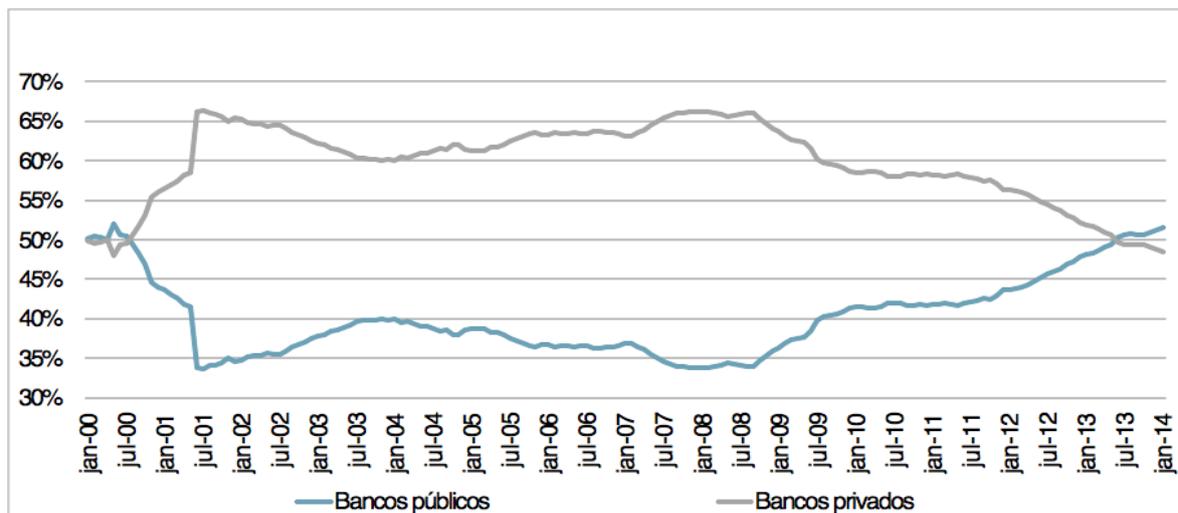
Já em relação ao controle de preços da gasolina para os consumidores, o governo deixou de arrecadar R\$ 11,5 bilhões da Cide em 2013. Além disso, o subsídio ao consumo de gasolina afetou o desempenho da companhia de forma importante, custando ao governo algo como R\$2,8 bi em dividendos não arrecadados (0,08% do PIB), bem como R\$ 13 bi de receitas de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, levando a um total de R\$ 27,4 bi, ou 0,6% do PIB. Somados aos gastos com o controle de preço da energia e os R\$ 6,8 bi de desoneração da cesta básica, teríamos um total de R\$ 44 bi (0,9% do PIB), mais da metade do esforço fiscal no ano.

### 3.2 Transparência da política fiscal e bancos públicos

Além da forte inflexão da política fiscal convencional, observou-se nos últimos anos uma importante expansão da política parafiscal, por meio do crédito dos bancos públicos. Em 2007, os bancos públicos eram responsáveis por 34% do crédito no país; este percentual foi crescendo até superar o *market share* dos bancos privados no ano passado. Tal expansão só foi possível graças a forte capitalização realizada nos últimos – os empréstimos para bancos públicos

aumentaram de 0,4% do PIB em 2007 para 9,7% do PIB no final de 2013. O BNDES responde pela maior parte desses empréstimos (88%), totalizando R\$ 413 bi.

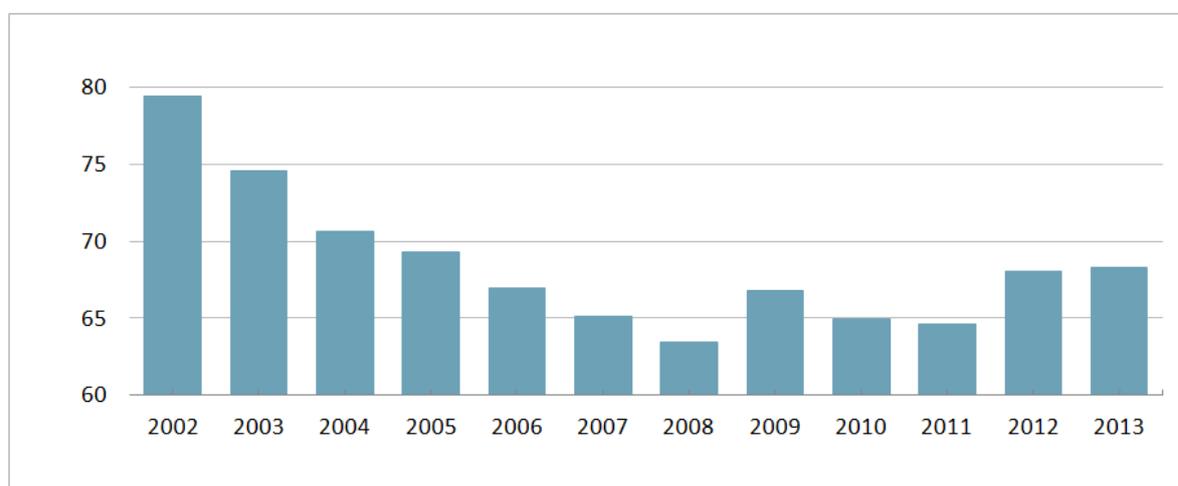
**Gráfico 4: Participação dos bancos públicos e privados no total de empréstimos**



Fonte: Banco Central do Brasil; Brasil Plural

Além do impacto dessas políticas sobre a demanda agregada, e consequentemente na inflação, destacamos o impacto na dívida bruta, revertendo sua trajetória de declínio e fechando 2013 em um patamar superior ao observado em 2006. Esta mudança na trajetória se torna mais relevante ao considerarmos que a dívida pública bruta já era elevada – tendo sido inclusive um dos fatores recentes mencionados pela agência Standard & Poor's para rebaixar a classificação de risco para a fronteira de grau de investimento (BBB-).

**Gráfico 5: Dívida bruta do Governo Geral (% do PIB)**



Fonte: FMI; Brasil Plural.

Além dos problemas citados cima, a mais séria consequência das políticas adotadas no pós-crise foi a erosão da credibilidade institucional. Desde 2009, são permitidos abatimentos na meta de superávit primário para investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento; em 2013 e 2014, as desonerações tributárias também foram deduzidas da meta oficial. Além disso, o governo aprovou uma medida que desobriga a União de compensar a frustração dos governos regionais. Sendo assim, criou-se uma meta de superávit primário de difícil interpretação e pouco restritiva. Em 2013, por exemplo, a meta inicial, de acordo com a PLDO, era de 3,1% do PIB e o resultado final foi de apenas 1,9%. Para 2014 a meta é de 1,9% do PIB, mas o consenso entre os economistas consultados pelo BC encontra-se em 1,5%.

A perda de transparência é complementada por medidas nada ortodoxas para elevar as receitas primárias. Ao mesmo tempo em que ocorreram capitalizações dos bancos públicos, também observamos um aumento considerável das receitas primárias com dividendos, de uma média de 0,1% do PIB, entre 2001 a 2007, para 0,3% nos anos seguintes.

Manobras contábeis, isto é, operações financeiras entre entes públicos com objetivo aparente de gerar receitas primárias, vêm sendo feitas desde 2009, quando a União vendeu ao BNDES o direito que o governo tinha de receber dividendos da Eletrobrás e, desta forma, pôde aumentar a receita primária em R\$ 3,5 bi. Outra manobra contábil utilizando bancos públicos foi feita em 2010 na capitalização da Petrobrás, quando o Tesouro e o BNDES participaram do aumento de capital da estatal, que teve de pagar R\$ 74,8 bi (valor da venda de 5 bilhões de barris de petróleo a Petrobrás). Como o Tesouro utilizou apenas R\$ 42,9 bi para participar do aumento de capital, os R\$ 31,9 bi restantes foram contabilizados como receita extraordinária, contribuindo para o resultado primário do ano. Já em 2012, uma triangulação envolvendo o Fundo Soberano, o BNDES e a Caixa Econômica Federal renderam R\$ 15,8 bi aos cofres públicos. A principal operação, no valor de R\$ 8,8 bi, envolveu a compra de ações da Petrobrás que estavam no Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (onde estavam aplicados os recursos do Fundo Soberano) pelo BNDES, paga com títulos públicos que foram monetizados pelo Tesouro. BNDES e Caixa também anteciparam dividendos à União no valor de R\$ 7,0 bi. Em 2013, o governo aprovou uma medida provisória que permitiria o mesmo tipo de operação em relação a recebíveis da usina de Itaipu – o montante seria utilizado para subsidiar a redução na energia elétrica. Com a repercussão negativa no mercado, a operação foi cancelada e o governo decidiu bancar a Conta de Desenvolvimento Energético com despesas primárias.

Também no menu das operações contábeis, devemos citar a postergação de despesas através da conta restos a pagar. De 2013 para 2014, os restos a pagar alcançaram um montante recorde de R\$ 218 bi. A suspeita foi corroborada com os dados de janeiro de 2014, que mostraram uma aceleração forte tanto nas transferências para Estados e Municípios como nas despesas totais. Em suma, além da deterioração observada nas políticas fiscal e parafiscal, as medidas acima contribuíram para a perda de credibilidade nos resultados e metas divulgados.

#### **4. Bibliografia e referências**

Barbosa, N. e José Antônio Pereira de Souza (2010), "A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda," in: E. Sader e M.A. Garcia (orgs.) Brasil: entre o Passado e o Futuro. São Paulo: Fundação Perseu Abramo e Editora Boitempo, Outubro de 2010.

Blanchard, O.J. (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil," NBER Working Paper no. 10389, março de 2004.

Dornbusch, R. e Sebastian Edwards (1991), "Macroeconomic Populism in Latin America," NBER Working Paper no. 2986, março de 1991.

Lara Resende, A, Juros: Equívoco ou Jabuticaba, Valor Econômico, 16 de junho de 2011.

Lisboa, M.B. (1998), "A Miséria da Crítica Heterodoxa Primeira Parte: Sobre as Críticas," Textos para Discussão 324, FGV/EPGE Escola Brasileira de Economia e Finanças.

Missio, F. & José Luis Oreiro & Frederico G. Jayme Jr (2010), "Câmbio, crescimento e heterogeneidade produtiva num modelo keynesiano-estruturalista," Textos para Discussão Cedeplar-UFMG td413, Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais.

Oreiro, J.L. (2006), "Economia Pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros," Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 36th Brazilian Economics Meeting] 200807171558070, ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pósgraduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics].

## *Coletânea de Capítulos “Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil”*

Populismo macroeconômico latinoamericano:

Dornbush & Edwards (NBER WP, 1991)

Sobre equilíbrios múltiplos e a taxa de câmbio real desvalorizada:

<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20413.pdf>

Modelo teórico com equilíbrios múltiplos e mostrando que a convergência é path-dependent:

[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/acumulacao\\_de\\_capital\\_equilibrios\\_multiplos.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/acumulacao_de_capital_equilibrios_multiplos.pdf)

Review da escola pós-keynesiana:

<http://joseluisoreiro.com.br/site/link/77a9e640cee1a8e9af7693ef5ec7d7166a1a3282.pdf>

Resumo das propostas pós-keynesianas:

<http://cemacro.fgv.br/sites/cemacro.fgv.br/files/José%20Luis%20Oreiro.pdf>

Crítica ortodoxa:

[http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%201/REC\\_1.2\\_01\\_A\\_miseria\\_da\\_critica\\_heterodoxa\\_primeira\\_parte\\_sobre\\_as\\_criticas.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%201/REC_1.2_01_A_miseria_da_critica_heterodoxa_primeira_parte_sobre_as_criticas.pdf)

Barbosa, N. e José Antônio Pereira de Souza, A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda, in: E. Sader e M.A. Garcia (orgs.) Brasil: entre o Passado e o Futuro. São Paulo: Fundação Perseu Abramo e Editora Boitempo, Outubro de 2010.

Blanchard, O.J., Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil, NBER Working Paper no. 10389, março de 2004.

Dornbusch, R. e Sebastian Edwards, Macroeconomic Populism in Latin America, NBER Working Paper no. 2986, março de 1991.

Lara Resende, A, Juros: Equívoco ou Jabuticaba, Valor Econômico, 16 de junho de 2011.

Pastore, A.C., A crise de confiança de 2002. Em fase de publicação (2014)

Pastore, A.C., Pinotti, M. C. E Gazzando, M. , A crise internacional e a mudança na política econômica. Em fase de publicação. (2-14) Mudanças no Regime de Política Econômica.. .

**\* Este documento é uma obra conjunta dos associados do CDPP, uma organização sem fins lucrativos, independente e apartidária. As opiniões expressas não refletem necessariamente a opinião das suas instituições de origem.**

A agenda contou com a colaboração de artigos escritos por:

Afonso Pastore (e Maria Cristina Pinotti), Bernard Appy, Edmar Bacha, Daniel Luiz Gleizer, Ilan Goldfajn (e Aurelio Bicalho), Joaquim Levy, Marcos de Barros Lisboa, Mário Mesquita, Naercio Menezes Filho, Samuel Pessoa (e Fernando de Holanda Barbosa Filho) e Philip Yang.

Também colaboraram com textos para este resumo da agenda: André Portela, Daniel Goldberg e Rubens Barbosa.

**Os artigos estão disponíveis na sua extensão em: [cdpp.org.br/novo/sob-a-luz-do-sol](http://cdpp.org.br/novo/sob-a-luz-do-sol) .**