

Uma Análise da Economia no Governo Lula 3

*José Luis Oreiro**

Le Monde Diplomatique, 01/07/2025 [Versão ampliada]

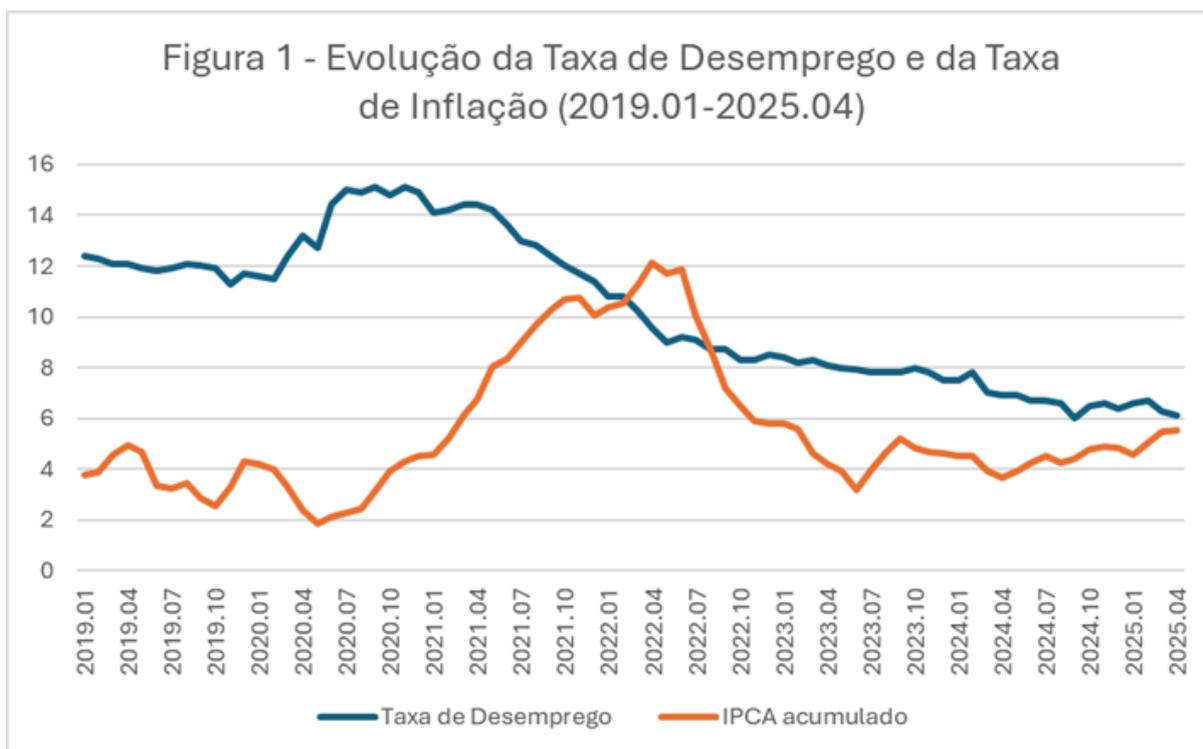
*Blog do autor, 02JUL 2025**

Ao chegar à metade do terceiro ano do terceiro mandato do Presidente Lula é chegado o momento de fazer um balanço do desempenho da economia brasileira nesse período, bem como avaliar como esse desempenho poderá evoluir nos próximos meses, variável que será, sem sombra de dúvida, fundamental para as chances de sucesso da reeleição de Lula em 2026.

Apesar das pesquisas recentes de opinião terem apontado para uma redução significativa da popularidade do presidente Lula, a economia brasileira tem demonstrado uma performance bastante superior a observada no governo Bolsonaro. Nesse contexto, *o primeiro fato digno de monta é a ocorrência de uma notável aceleração do crescimento do PIB no governo Lula 3 na comparação com o governo Bolsonaro*. Com efeito, segundo dados do IPEADATA, verificamos que no período compreendido entre o primeiro trimestre de 2019 e o último trimestre de 2022; a taxa média do crescimento do PIB foi de 1,47% a.a. Para o período compreendido entre o primeiro trimestre de 2023 e o primeiro trimestre de 2025, o crescimento médio do PIB foi de 3,27% a.a.; ou seja, o PIB brasileiro durante Lula 3 cresceu 1,8 p.p. acima do crescimento observado durante todo o governo Bolsonaro.

O fraco desempenho relativo do governo Bolsonaro não pode ser atribuído a ocorrência da Pandemia de Covid-19. De fato, se considerarmos o crescimento do PIB entre o primeiro trimestre de 2019 e o primeiro trimestre de 2020, ou seja, o período pré-pandemia, o crescimento da economia brasileira foi ainda mais fraco, de míseros 1,05%. Dessa forma, é inegável que a administração Lula 3 conseguiu uma notável aceleração do crescimento com respeito ao governo Bolsonaro.

O desempenho da economia no que se refere ao comportamento da taxa de inflação e da taxa de desemprego também foi superior no governo Lula 3 comparativamente ao governo Bolsonaro. Conforme podemos visualizar na figura 1 abaixo, durante o governo Bolsonaro a inflação acumulada em 12 meses permaneceu sistematicamente mais alta do que no governo Lula 3, mesmo comportamento observado para a taxa de desemprego. Com efeito, enquanto a inflação média do governo Bolsonaro foi de 6,14% a.a., a administração Lula 3 conseguiu reduzir a inflação média, no acumulado em 12 meses, para 4,6% entre janeiro de 2023 e maio de 2025. A redução do desemprego entre os governos Bolsonaro e Lula 3 foi ainda mais pronunciada. Enquanto a taxa média de desemprego no governo Bolsonaro foi de 12,05% da força de trabalho; a taxa média de desemprego entre janeiro de 2023 e abril de 2025, durante o governo Lula 3, foi de 7,24% da força de trabalho.

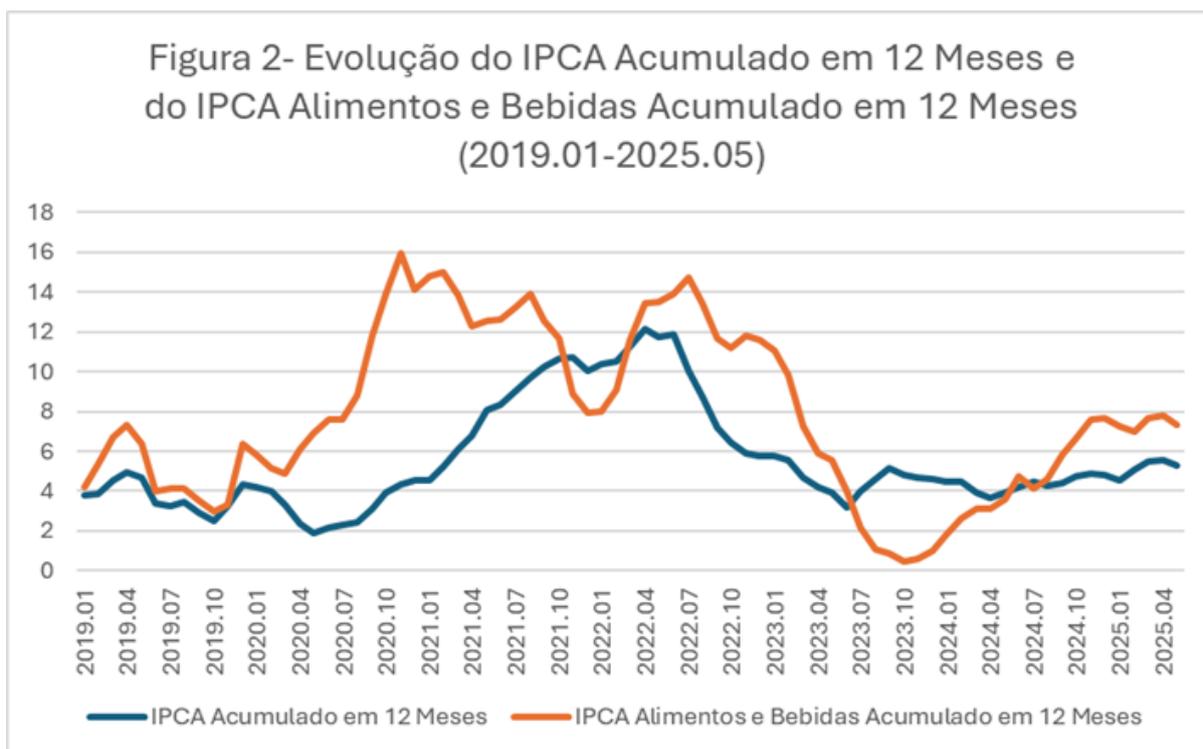


Fonte: IPEADATA. Elaboração do autor.

Uma crítica frequente dos economistas liberais e de analistas do mercado financeiro a gestão Lula 3 é que ela teria se rendido ao “populismo econômico” e adotado políticas de expansão da demanda agregada^[1], por intermédio de aumento dos gastos públicos, que estariam causando fortes pressões inflacionárias. Tais pressões teriam forçado o Banco Central do Brasil, atuando com base no protocolo do regime de metas de inflação, a aumentar a meta da taxa Selic para níveis que não seriam sustentáveis a longo-prazo sob o risco de ocorrência de uma “dominância fiscal”, ou seja, uma situação na qual a dívida pública se torna tão elevada que a autoridade monetária é obrigada a recorrer ao imposto inflacionário para reduzir o valor real da dívida pública.

Publicidade

O problema dessa narrativa é que ela não tem respaldo nos fatos. Com efeito, a figura 2 abaixo mostra o comportamento da taxa de inflação medida pelo IPCA no acumulado em 12 meses no período compreendido entre janeiro de 2019 e maio de 2025. Na mesma figura observamos também a evolução da inflação de alimentos e bebidas para o mesmo período. Os dados apresentados na figura 2 mostram claramente que uma forte aceleração da variação do IPCA ocorreu entre janeiro de 2021 e abril de 2022, período em que a inflação passou de 4,55% para 12,13% no acumulado em 12 meses. No início do governo Lula, a inflação era de 5,77%, caindo para 3,16% em junho. Em abril de 2024, a inflação atingiu 3,68%, valor esse confortavelmente dentro da banda de tolerância do regime de metas de inflação para o ano de 2024 (1,5%-4,5%). *É apenas a partir de maio de 2024 que a inflação inicia uma nova trajetória de aceleração*, alcançando o patamar de 5,52% no acumulado em 12 meses em abril de 2025, valor inferior à média observada durante todo o governo Bolsonaro.



Fonte: IPEADATA. Elaboração do autor.

Parafrazeando Mark Twain (1835-1910) o descontrole inflacionário durante a gestão Lula 3 é uma afirmação notavelmente exagerada. A aceleração observada do IPCA a partir de maio de 2024 refletiu fundamentalmente a mudança de comportamento da inflação de alimentos e bebidas, a qual passou de 0,47% em outubro de 2023 para 7,69% em dezembro de 2024. Se entre julho de 2023 a junho de 2024 a inflação de alimentos e bebidas foi sistematicamente mais baixa do que a variação observada do IPCA, puxando para baixo o índice de inflação oficial; a partir de julho de 2024 a inflação de alimentos e bebidas ficou crescentemente maior do que a variação do IPCA, contribuindo para a aceleração observada do índice oficial de inflação.

O comportamento da inflação de alimentos e bebidas não tem, contudo, nenhuma relação direta com uma suposta situação de excesso de demanda agregada, mas nas condições pluviométricas do biênio 20123/2024. Sob a influência de um dos mais intensos fenômenos *El Niño* das últimas décadas, o Brasil enfrentou uma dicotomia climática sem precedentes: enquanto inundações catastróficas ocorriam na Região Sul do país, uma seca histórica atingia a Amazônia e o Nordeste. Essa polarização de eventos foi o principal catalisador para uma quebra abrupta na safra de grãos 2023/24, que reverteu a trajetória de recordes produtivos e gerou um profundo choque de oferta no setor agrícola. Com efeito, a produção de grãos, que havia alcançado o recorde de 322,8 milhões de toneladas em 2022/23, sofreu uma queda de aproximadamente 7%, situando-se em cerca de 298 milhões de toneladas no ciclo 2023/24.

A análise dos fatos mostra, portanto, que o suposto descontrole inflacionário observado a partir de meados de 2024 foi o resultado de um *choque de oferta negativo*, evento sobre o qual a política monetária não tem nenhum efeito direto. No entanto, a narrativa dos economistas liberais e dos analistas do mercado financeiro apontam para um *choque de demanda positivo*, com o aumento dos gastos governamentais como sendo o gatilho da aceleração inflacionária. Para reforçar essa narrativa, esses analistas argumentam que a economia brasileira estaria operando com uma taxa de desemprego inferior ao nível da “taxa

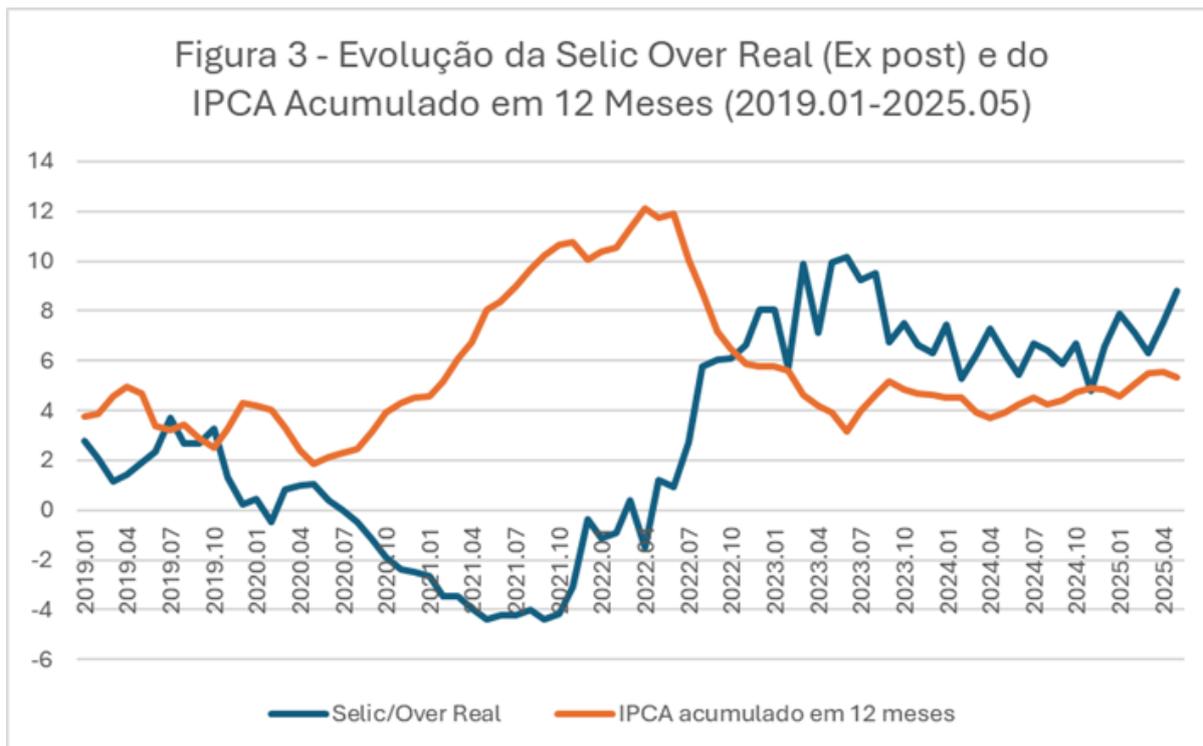
natural de desemprego”, definida como aquele nível de taxa de desemprego para o qual a inflação é constante ao longo do tempo.

O conceito de taxa natural de desemprego é altamente controverso na macroeconomia. Em primeiro lugar, trata-se de uma variável não diretamente observável, ela precisa ser estimada a partir de modelos econométricos, os quais frequentemente apresentam estimativas bastante dispare para essa variável a depender da amostra utilizada, do período analisado ou mesmo da técnica de estimação. Em segundo lugar, existem evidências empíricas robustas que apontam para a possibilidade de ocorrência do *efeito de histerese* sobre a taxa natural de desemprego, ou seja, de que a evolução da taxa de desemprego ao longo do tempo possa afetar o valor da taxa natural. Assim sendo, longos períodos de desemprego elevado podem, por uma série de mecanismos, aumentar o valor da taxa natural de desemprego; ao passo que longos períodos de desemprego baixo poderiam ter o efeito inverso. Nesse contexto, uma política monetária que tenha por objetivo reduzir o desemprego de longo-prazo poderia permitir uma inflação mais alta no curto e médio prazo como estratégia para forçar uma redução da taxa natural de desemprego. Por fim, o conceito de taxa natural de desemprego supõe uma *economia madura* na qual toda a mão-de-obra disponível já foi transferida para o setor moderno da economia de maneira de que não existem diferenciais de produtividade significativos entre os trabalhadores empregados na economia.

Publicidade

O Brasil está muito de ser uma economia madura. Mesmo sem entrar em pormenores das diferenças de produtividade entre os setores de atividade econômica, sabemos que aproximadamente 50% da força de trabalho empregada no Brasil está em ocupações informais ou autoempregada. A remuneração média do trabalhador formal no Brasil em 2024 foi de R\$ 3.065,00 ao passo que a dos trabalhadores formais foi de R\$ 2.334,00; ou seja, uma diferença de 31,3%[\[2\]](#). Considerando que sobre a vaga de emprego formal incidem os encargos sociais (INSS patronal de 29% mais FGTS de 8%), além de férias (1/3 sobre o salário) e décimo-terceiro salário, a produtividade do trabalho formal deve superar a do emprego informal em mais de 50%. Isso significa que uma mudança na composição do emprego no Brasil com a redução do percentual do emprego informal e dos autoempregados pode aumentar a produtividade média do trabalho no Brasil, tendo impacto nulo ou até mesmo positivo sobre a taxa de inflação. Além disso, pesquisa divulgada pelo IBRE/FGV em dezembro de 2022 mostrou que 7 em cada 10 trabalhadores informais ou por conta própria gostariam de mudar para uma ocupação que fosse ligada a uma empresa pública ou privada[\[3\]](#). Em outras palavras, *o emprego informal e o autoemprego não são uma opção racional dos trabalhadores, mas uma imposição do mercado de trabalho brasileiro*, o qual não gera vagas formais suficientes para absorver todos os que desejariam ter um emprego CLT.

É aqui que devemos nos deter a analisar o comportamento do Banco Central. A figura 3 abaixo apresenta a evolução da Taxa Selic/over Real (Ex-post) e o IPCA acumulado em 12 meses desde janeiro de 2019 até maio de 2025.



Fonte: IPEADATA. Elaboração do autor.

O mandato de Roberto Campos Neto a frente do Banco Central do Brasil compreendeu o período de fevereiro de 2019 a dezembro de 2024, em função da aprovação da lei de autonomia do Banco Central em 2021, o que impediu o presidente Lula de indicar o presidente da autoridade monetária no início do seu mandato, como ocorrera com todos os presidentes eleitos após o fim do regime militar. Um elemento extremamente chamativo nessa figura é o comportamento bastante moderado – para não dizer leniente – do Banco Central do Brasil com a inflação durante o governo Bolsonaro. Com efeito, enquanto o IPCA acumulado em 12 meses alcançava 12,13% em abril de 2022, a Taxa Selic/Over real se encontrava em patamar *negativo* de -1,51% no mesmo período. Uma vez empossado o Presidente Lula, o Banco Central passa a apresentar um comportamento bastante distinto com relação a inflação, elevando a meta da taxa Selic sucessivas vezes de maneira a manter a Selic real num patamar médio de 7,17% a.a. no período compreendido entre janeiro de 2023 a maio de 2025, contra uma média de 0,25% a.a. durante o governo Bolsonaro.

É difícil explicar uma elevação de tal magnitude no valor médio da taxa Selic/Over Real entre os governos Bolsonaro e Lula 3. Está claro que o Banco Central do Brasil, a exemplo dos demais Bancos Centrais ao redor do mundo, reduziram significativamente a taxa de básica de juros como resposta ao choque de demanda negativo causado pela pandemia do Covid-19. Pode-se argumentar que talvez o Banco Central do Brasil tenha exagerado na redução da Selic, a qual atingiu o patamar de 2% a.a. em termos nominais no segundo semestre de 2020. Mas a inspeção da figura 3 deixa bastante claro que o Banco Central permitiu que a taxa Selic/Over real permanecesse em patamar negativo até quase as vésperas das eleições presidenciais de 2022.

É só ao final de 2022 que a Selic/over real ultrapassa o patamar de 6% a.a., ou seja, uma vez consolidada a derrota eleitoral de Bolsonaro. Desde então a taxa Selic over-real tem se mantido em torno de um patamar superior a 7% a.a. Pode ser que existam motivos (sic) técnicos para uma elevação de tal envergadura da taxa real de juros após a derrota de Bolsonaro; mas as aparências apontam para uma motivação claramente política: o escolhido

por Bolsonaro para a presidência do Banco Central, após a derrota do “seu” candidato nas eleições de 2022, passou a adotar uma postura dura com a inflação que não teve anteriormente para dificultar a vida do novo ocupante do palácio do planalto.

Publicidade

Contra essa explicação política pode-se levantar a objeção óbvia de que uma vez substituído Campos Neto por um indicado pelo Presidente Lula, no caso o economista Gabriel Galípolo; então a Taxa Selic/Over Real deveria se reduzir para algum patamar mais razoável, condizente com o juro internacional (5% a.a) e o prêmio de risco país (250 p.b). Isso significaria um juro real de equilíbrio entre 2 e 3% a.a. Considerando que a inflação no acumulado em 12 meses atualmente se encontra acima do teto de tolerância do regime de metas de inflação (4,5% a.a), pode-se justificar um juro real entre 4 e 5% a.a. até que inflação apresentasse uma dinâmica convergente com a meta de inflação no médio prazo. Isso provavelmente ocorreria se o Conselho Monetário Nacional, presidido pelo Ministro da Fazenda Fernando Haddad, não tivesse mudado a sistemática do regime de metas de inflação em junho de 2024. De acordo com a nova sistemática, estabelecida pelo decreto presidencial nº 12.079 de 26 de junho de 2024, a partir de 01 de janeiro de 2025 o regime de metas de inflação no Brasil passa a ser contínuo, ou seja, a inflação acumulada em 12 meses deve ficar todos os meses dentro do intervalo de tolerância, sendo considerado descumprimento da meta se a inflação permanecer por seis meses consecutivos acima do teto de tolerância do referido regime. Em outras palavras, justamente quando se abria uma janela de oportunidade para o governo fazer uma mudança razoável na política monetária, o próprio governo desperdiça essa oportunidade aumentando a rigidez do regime de metas de inflação.

Até o presente momento a performance da economia brasileira em termos de geração de renda e de emprego tem se mostrado resiliente ao aumento cavalgar da taxa de juros real ocorrido após o final de 2022. Mas dificilmente o PIB era repetir em 2025 o mesmo comportamento exuberante que exibiu no biênio 2023/2024. O espaço político para uma nova rodada de aumento dos gastos do governo parece ter se esgotado, a julgar pela resistência que o congresso nacional tem mostrado a iniciativas de ajuste fiscal pelo lado da receita como proposto pelo Ministro da Fazenda desde o início de sua gestão. O resultado exuberante do PIB no primeiro trimestre de 2025 foi puxado pela safra recorde de grãos, mas deverá ter impacto limitado sobre o comportamento do PIB ao longo do restante do ano devido aos baixos efeitos de encadeamento para a frente e para trás da agropecuária no restante da cadeia produtiva. Por fim, a produção física da indústria de transformação apresentou um crescimento modesto de 4,1% entre janeiro de 2024 e abril de 2025. Esse é o segmento da atividade econômica mais sensível aos juros. A baixa performance da indústria na comparação com os demais setores da economia sem dúvida reflete as condições mais restritivas de crédito para investimento em máquinas e equipamentos e para o consumo de bens duráveis. É provável que em 2025 a produção industrial fique estagnada ou entre em declínio.

Dessa forma, o resultado provável para 2025 será um crescimento menor do PIB (entre 2 e 2,5%) com uma inflação ligeiramente mais baixa do que a do ano anterior, a depender do comportamento da inflação de alimentos e bebidas, que por sua vez irá depender da evolução do regime pluviométrico no restante do ano.

Nesse contexto, a questão fundamental para 2026 é saber qual o impacto da desaceleração do crescimento sobre o mercado de trabalho. Se o crescimento se desacelerar para o intervalo entre 2 e 2,5% em 2025 é provável que a economia brasileira gere postos de trabalho suficientes para manter a taxa de desemprego mais ou menos estável no atual patamar. Se a desaceleração for mais acentuada, contudo, a taxa de desemprego deverá aumentar ao longo

do ano de 2026. *Isso será um golpe mortal contra as chances de reeleição do Presidente Lula.* Sem espaço para um forte aumento do gasto público, a única chance de manter a taxa de desemprego num patamar entre 6 e 7% da força de trabalho é com uma redução tempestiva da taxa de juros. Como reduções na Selic levam de 6 a 9 meses para ter impacto positivo no nível de renda e de emprego, o Banco Central do Brasil deveria iniciar a flexibilização da política monetária mais tardar em outubro de 2025. A bola está com Gabriel Galípolo.

* Professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. E-mail: joreiro@unb.br.

[1] A esse respeito ver a entrevista de Samuel Pessoa para a CNN Brasil em 03/09/2024 no sitio : [Samuel Pêsoa: Dinâmica da economia brasileira é insustentável](#).

[2] Ver [Setor privado teve participação recorde de trabalho informal](#).

[3] Ver [7 em cada 10 trabalhadores sem carteira querem vaga formal | Brasil | Valor Econômico](#).