

# O regime de metas de inflação no Brasil: um balanço do governo Dilma

*André Luis Campedelli*<sup>1</sup>

**Resumo:** O objetivo deste artigo é realizar uma análise histórica do regime de metas de inflação no Brasil, focando a análise no governo Dilma. Para isto, será feito uma breve abordagem do período completo do regime de metas de inflação, e uma análise mais completa do regime a partir do ano de 2011, início do governo Dilma. Na primeira seção deste artigo será realizada a análise histórica do período entre 1999 e 2010. Na segunda seção deste artigo também será feita uma análise histórica, só que contemplando agora o governo Dilma, entre 2011 e início de 2016. Na terceira seção, será feita uma avaliação da política monetária do governo Dilma, analisando se é possível considerar este período como um período que tenta romper com a ortodoxia e inflexibilidade da política monetária. O artigo é finalizado com suas conclusões e considerações finais.

**Palavras-chave:** Selic – regime de metas de inflação – política monetária

**Abstract:** The objective of this article is to conduct a historical analysis of the inflation target in Brazil, focus on Dilma administration. For this purpose, a brief review of the inflation target will be examined, and a more complete analysis of the inflation target model starting in the year 2011, beginning of Dilma. In the first section of this article, a historical analysis

---

<sup>1</sup> Doutorando em Economia pelo IE/Unicamp, Mestre em Economia Política pelo PEPGEP da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

of the period between 1999 and 2010 will be accomplished. In the second section of this article a historical analysis will also be performed, but now contemplating the Dilma administration, between 2011 and 2016. In the third section an evaluation of the monetary policy in the Dilma administration will be carried, analyzing if it is possible to consider this period as one that escapes from the orthodox and the inflexibility of monetary policy. The article ends with conclusions and final considerations.

**Keywords:** Selic – inflation target – monetary policy

**JEL:** E43, E52, E58.

## I Introdução

O objetivo deste artigo é realizar uma análise histórica do regime de metas de inflação no Brasil, avaliando as políticas monetárias adotadas durante o período e os resultados obtidos, tanto em relação ao seu objetivo principal, que é o controle inflacionário, quanto em relação ao crescimento econômico. O foco do artigo será o período posterior a 2011, período do governo Dilma, onde ocorre uma tentativa de atenuar a rigidez da política monetária num primeiro momento, quando esta passa a ser usada de maneira menos rígida e com uma menor taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), além de uma gama maior de instrumentos de controle inflacionário, mas que se reverte após certo tempo. O objetivo final é observar esta mudança de postura da política monetária e os motivos pelo qual esta atuação foi interrompida, além de suas consequências.

A adoção do regime de metas de inflação aconteceu em julho de 1999, substituindo a âncora cambial como método de estabilização monetária. Existia a perspectiva de que o novo método de estabilização monetária reduziria a vulnerabilidade externa e o nível da taxa Selic, sendo que ambos os parâmetros se encontravam em níveis elevados com o método anterior. Ocorreu uma redução da vulnerabilidade, mas a taxa Selic se manteve em um patamar elevado, sendo apenas reduzida após 2006, mas ainda se encontrando em um dos maiores níveis mundiais.

É possível dividir a política monetária realizada no Brasil durante o regime de metas de inflação em dois períodos, o primeiro sendo de 1999 até 2005, numa fase de maior rigidez da política monetária, e um segundo entre 2006 até 2014, um período de menor rigidez, mas ainda com fases

de maior e menor rigidez da política adotada. O foco principal deste artigo será a análise deste segundo período, analisando se realmente existiu uma mudança de postura do governo brasileiro em relação à política monetária.

Na primeira seção deste artigo será analisado o período anterior ao do governo Dilma em que ocorre a presença do regime de metas de inflação, entre 1999 e 2010, o período de maior rigidez da política monetária até 2005 e onde ocorre a partir de 2006 tentativas de flexibilidade destas políticas. A segunda seção irá tratar do governo Dilma, entre 2011 e 2016, momento em que se reduz o nível da taxa Selic até uma mínima histórica e se amplificam as ferramentas de controle inflacionário, mas que termina com uma volta à inflexibilidade das políticas monetárias de controle inflacionário. A terceira seção deste artigo analisa as medidas tomadas no segundo período, analisando a consistência das mudanças e as causas da volta de uma política monetária estritamente ortodoxa no final do governo. A quarta e última seção trará as conclusões e considerações finais deste artigo.

## **2 Adoção do regime de metas e condução da política monetária entre 1999 e 2010**

O objetivo desta seção é realizar um histórico do caso brasileiro do regime de metas de inflação entre 1999 e 2010. Será analisado o período de sua adoção em 1999, as políticas monetárias realizadas e os resultados obtidos dentro deste período. Em 1999, com o final da âncora cambial, existia uma forte preocupação em relação à continuidade do processo de estabilização monetária iniciado em 1994. Segundo Oliveira e Turolla (2003) existiam preocupações em relação ao impacto que a nova política cambial, agora não mais sobrevalorizada, teria nos preços da economia. O fator cambial era considerado o principal na estabilização monetária e uma possível desvalorização eram vista, por muitos, como inviabilizador de uma continuidade do processo de estabilização inflacionária.

A partir de 1 de julho de 1999 o regime de metas de inflação começa a ser utilizado como substituto da âncora cambial. O modelo brasileiro se assemelhava aos demais modelos adotados no mundo. Foi escolhido um índice inflacionário que seria o parâmetro do nível de preços, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), abrangendo diversos preços, inclusive alguns muito instáveis, da economia brasileira. Foram adotadas bandas, com limites superior e inferior de 2% para a flutuação inflacionária. O

Conselho Monetário Nacional era o responsável pela escolha da meta a ser batida após o ano corrente, sendo que a inflação poderia flutuar dentro da banda, devendo estar dentro dos limites no final do ano corrente. Foi criado o relatório Focus, para medir a expectativa dos agentes econômicos brasileiros, sendo o setor financeiro<sup>2</sup> o mais pesquisado dentro desta pesquisa. A ferramenta monetária escolhida para o controle inflacionário foi a taxa Selic. (CINTRA, 2005, p. 44)

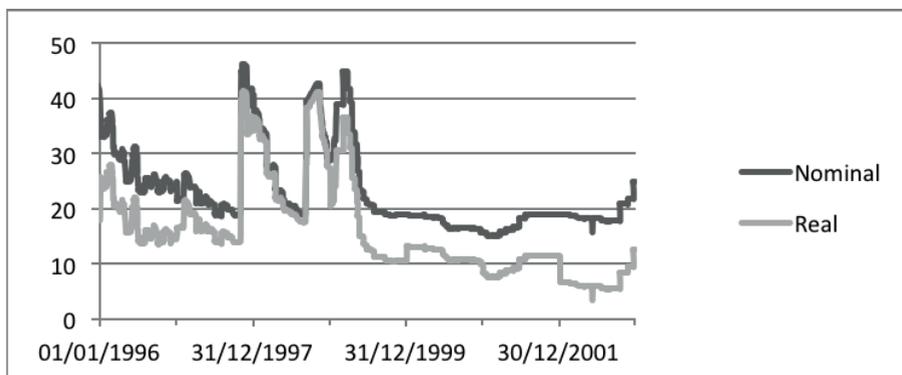
Com o abandono da âncora cambial, o efeito imediato foi o de uma desvalorização cambial, chegando a R\$ 2,16 em março, mas com uma redução desta taxa durante o ano de 1999, fechando o ano em R\$ 1,78. Segundo Modenesi (2005), esta desvalorização cambial gerou uma elevada pressão inflacionária, principalmente nos preços por atacado da economia. Tais pressões não chegaram ao consumidor final devido a uma política monetária restritiva para amenizar os efeitos cambiais na inflação final.

Segundo Oliveira e Turolla (2003), com a introdução do regime de metas de inflação à economia brasileira foi possível observar uma redução do nível e da volatilidade da taxa Selic durante um primeiro momento. A taxa Selic durante o período anterior ao do regime de metas se mantinha em patamares elevados, já que esta possuía a função de atração de capitais para possibilitar a valorização da moeda (Gráfico 1). Existe certa divergência em relação a uma efetiva redução do nível de volatilidade da economia brasileira após a adoção do regime de metas de inflação. Mesmo sendo menos vulnerável aos efeitos cambiais, a economia ainda mostrou diversos problemas, tanto na condução inflacionária quanto no seu crescimento econômico em anos com forte variação cambial, como em 2001 e 2002. Pode-se colocar que existiu uma redução da vulnerabilidade externa, mas que tal redução não é ainda suficiente para se evitar problemas oriundos de choques cambiais.

---

2 Participam do relatório Focus atualmente 120 instituições, que são em sua maioria bancos, gestores de recursos, distribuidoras e corretoras. Além destas empresas, participam também algumas consultorias e outras empresas não financeiras. Maiores informações sobre o relatório Focus de Expectativas de Mercado podem ser encontradas em: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Expectativas de Mercado: com informações até março de 2014. *Série Perguntas Mais Frequentes*. Brasília, [2015?]. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2013-Expectativas%20de%20Mercado.pdf>> .

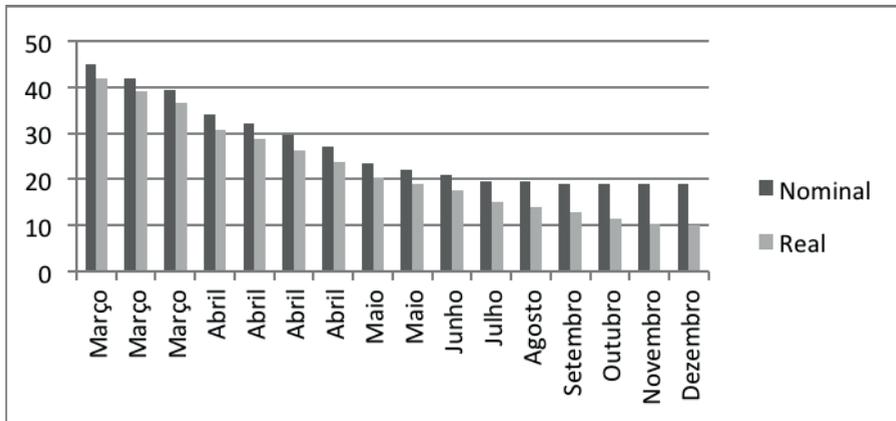
**Gráfico 1** – Taxa Selic diária nominal e real: 1996-2002 (em % ao ano)



Fonte: Campedelli (2014).

Também é possível se observar uma redução da taxa Selic desde o abandono da âncora cambial até a adoção do regime de metas de inflação e por todo o ano de 1999. Na primeira reunião do Comitê de Política Monetária em março, a taxa Selic ficou estipulada em 45%, sendo reduzida na reunião seguinte para 39,5%. Durante este período, ocorreram inclusive diversas reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM) no mesmo mês, tendo mudanças na taxa Selic em alguns casos várias vezes no neste curto período. A taxa foi sendo reduzida consecutivamente até alcançar 19% no fim do ano, já com o regime de metas adotado. Num primeiro momento, o regime de metas de inflação parecia estar correspondendo as suas expectativas, baixando a taxa Selic e reduzindo a vulnerabilidade externa da economia brasileira, novamente, tanto em seu nível real quanto em seu nível nominal (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Evolução da taxa Selic: 1999 (em % ao ano)



Fonte: Adaptado a partir de Banco Central do Brasil.

Mesmo com uma redução da volatilidade e do nível da Selic com a adoção do regime de metas, a taxa se manteve entre as mais elevadas do mundo, tanto em seu nível nominal quanto no nível real, e o controle inflacionário foi sendo realizado de maneira pouco flexível, com a elevação da taxa Selic a qualquer sinal de pressão inflacionária, mesmo com algumas exceções, como ocorreu no final de 2001. Segundo Modenesi (2005), pouco se alterou a política monetária nos dois primeiros anos do regime de metas. Com a redução das pressões inflacionárias originadas em 1999 foi possível inclusive um novo período de redução da taxa Selic, que chegou a 15,75% no final do ano 2000. O câmbio também foi fator importante para este cenário, já que, mesmo flutuante, o câmbio se manteve estável na faixa de R\$ 2,00 por todo o ano. Mas o cenário favorável que permitiu a redução da Selic muda a partir de 2001, com fatores internacionais e nacionais como a crise argentina, o ataque terrorista ao World Trade Center e a crise energética. A partir daí o caráter ortodoxo das decisões de política monetária ficou mais evidente. Surgem pressões inflacionárias a partir deste ano, junto com uma piora do cenário econômico internacional, que elevou consideravelmente a taxa cambial neste ano. A taxa Selic volta a se elevar, terminando o ano em 19%, sendo que o presidente do Banco Central na época, Armínio Fraga decidiu não elevar ainda mais a Selic, evitando um maior sacrifício à economia brasileira.

Oliveira e Turolla (2003) mostram que a situação piora em 2002, com o aumento das incertezas em relação à economia mundial e do futuro da manutenção das políticas ortodoxas em relação ao controle inflacionário. Com a possível vitória de Lula na eleição deste ano, a desconfiança do

mercado se eleva, com um aumento significativo da taxa cambial, que chega próximo ao patamar de R\$ 4,00 no ano, e termina o ano em R\$ 3,53.

Com a eleição de Lula e a mudança de governo, muitos acreditavam que ocorreria uma mudança das prioridades econômicas a partir desta data. Segundo Belluzzo & Carneiro (2004), isto não ocorre, sendo que a política monetária continuou sendo guiada na tentativa de se obter um nível de inflação reduzido. O controle inflacionário se manteve como o principal foco da política econômica como um todo, com uma atuação da política monetária rígida sempre que necessário, quando ocorressem pressões inflacionárias, uma política fiscal visando à obtenção do superávit primário e com uma política cambial que evitasse pressões inflacionárias oriundas do câmbio, mantendo esta variável valorizada. Todas as demais variáveis econômicas, como crescimento, distribuição de renda, etc., acabaram se tornando subordinadas ao objetivo maior de controle inflacionário.

Segundo Barbosa e Souza (2010), tais políticas eram inevitáveis no início do governo Lula, devido aos problemas apresentados pelos diversos indicadores macroeconômicos. A inflação havia ultrapassado a meta nos dois últimos anos do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), e era necessário sinalizar aos agentes econômicos o compromisso com a estrutura macroeconômica em vigor. Para isto, foram realizados ajustes visando a melhoria da situação fiscal, monetária e cambial da economia.

Segundo Amitrano (2006), além de pouco se alterar a política macroeconômica, o governo Lula demonstra uma redução ainda maior da flexibilidade da política monetária, que se tornou ainda mais restritiva no controle inflacionário. O peso do fator demanda no entendimento da inflação brasileira se intensificou neste período inicial, atuando sempre de maneira incisiva a qualquer sinal de elevação da pressão inflacionária, seja sua origem de demanda ou de oferta.

**Tabela 1** – Indicadores e metas macroeconômicas: 1999-2005

	Selic <sup>3</sup>	Selic Real <sup>3</sup>	IPCA	Meta Inflação	Meta superávit	Varição PIB	Câmbio médio anual
1999	19,00%	10,06%	8,94%	8,0% (6,0%-10,0%)	3,10%	0,25%	R\$ 1,82
2000	15,75%	9,78%	5,97%	6,0% (4,0%-8,0%)	3,40%	4,31%	R\$ 1,93
2001	19,00%	11,33%	7,67%	4,0% 2,0%-6,0%)	3,35%	1,31%	R\$ 2,35
2002	25,00%	10,47%	12,53%	3,5% (1,5%-5,5%)	3,88%	2,66%	R\$ 2,92
2003	16,50%	7,20%	9,30%	4,0% (1,5%-6,5%) <sup>2</sup>	4,25%	1,15%	R\$ 3,08
2004	17,75%	10,15%	7,60%	5,5% (3,0%-8,0%) <sup>2</sup>	4,50%	5,71%	R\$ 2,93
2005	18,00%	12,31%	5,69%	4,5% (2,5%-6,5%)	4,25%	3,16%	R\$ 2,44

Fonte: Adaptado a partir de Ipeadata e Banco Central do Brasil.

<sup>2</sup> Nestes anos, a meta, a banda superior e inferior foram revistas e alteradas no meio do período em vigor.

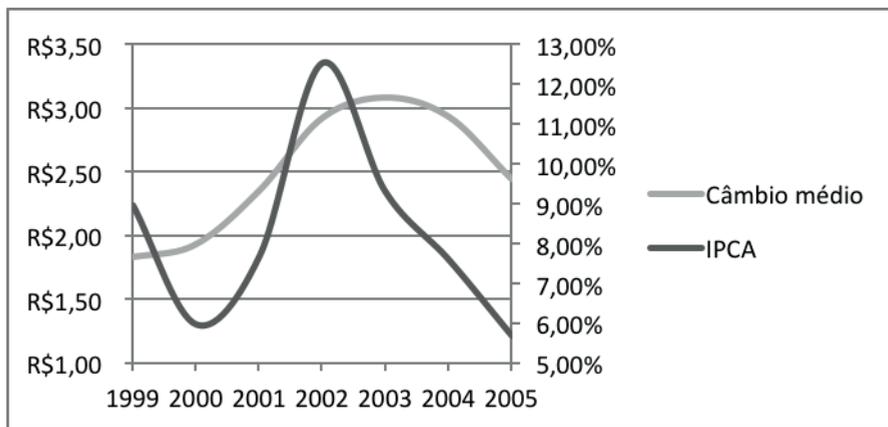
<sup>3</sup> Valores do final do ano.

Durante esta primeira fase do regime de metas de inflação, é possível observar que ocorreu um baixo crescimento econômico no período, com uma média de 2,65% ao ano. Tal período de baixo crescimento econômico pode ter sido muito influenciado pela elevada taxa Selic praticada no mesmo período, com uma taxa que sempre ficou acima de 15% e na maior parte do tempo ficou acima de 18% ao ano. O *superávit* se elevou neste período, reflexo da ortodoxia na política monetária, que obrigava o governo a realizar elevados superávits na busca de equacionar a dívida interna gerada pela elevada Selic. Importante observar que o período no qual o IPCA ficou acima da meta e da banda estipulada pelo governo foram os anos com maior taxa cambial do período, sendo que em 2004 a meta somente foi alcançada devido à revisão desta dentro do período. (Tabela 1).

Cintra (2005) destaca exatamente que a forte desvalorização cambial que se inicia no ano de 2001 foi um dos fatores responsáveis pela

aceleração do processo inflacionário. Serrano (2010) coloca que o câmbio é um dos principais fatores de controle inflacionário dentro do regime de metas de inflação. Com uma elevada taxa Selic, existe uma elevação do nível de entrada de capital estrangeiro, principalmente para operações de *carry trade*, gerando impactos de curto prazo no controle inflacionário, devido à redução dos custos de produção que ocorre neste primeiro momento. Pode-se dizer que, no Brasil, o regime de metas de inflação funciona mais devido ao câmbio valorizado que este permite do que a redução de demanda que a taxa Selic gera na economia.

**Gráfico 3** – Evolução do IPCA e da taxa média de câmbio: 1999-2005



Fonte: Adaptado a partir de Ipeadata.

O IPCA e a taxa média de câmbio anual demonstram tendências semelhantes ao compararmos ambos durante o período inicial do regime de metas de inflação. Quando existe uma tendência de elevação do câmbio, o IPCA começa a se elevar, e se mantém em um patamar elevado até o momento em que o câmbio começa uma tendência de queda. O câmbio demonstra forte influência no IPCA do período, sendo um dos principais fatores que explica suas alterações.

A partir de 2006 ocorre uma mudança da condução da política econômica brasileira. Parte disto pode ser explicada pela troca do Ministro da Fazenda, com a entrada de Guido Mantega para a vaga de Antônio Palocci neste ano. Mas a presidência do Banco Central não se altera, o que explica também a persistência de uma política ainda ortodoxa na questão monetária, mesmo que mais flexível. Para Barbosa e Souza (2010), o primeiro sinal de uma maior flexibilidade da política monetária em 2006 é a redução que ocorreu no nível da taxa Selic a partir deste ano. Os bons

resultados em relação ao controle inflacionário nos anos de 2004 e 2005 permitiram, segundo os autores, tal redução, e esta parecia a tendência a ser seguida a partir deste momento. Fatores como uma redução do crescimento econômico entre 2004 e 2005 e a redução da inflação oriunda dos alimentos, foram também fatores determinantes para que tal mudança ocorresse.

Importante ressaltar que houve uma redução da pressão inflacionária em 2006, sendo que a inflação neste ano foi a menor registrada dentro do período do regime de metas de inflação. Tal redução foi importante para permitir a redução da Selic que se encontrava em 18% no final de 2005 para o nível de 13,25% em 2006. Também é importante ressaltar que mesmo com uma redução expressiva da taxa Selic nominal, a taxa real teve uma redução menos significativa, indo de 12,3% para 10,1%, valor quase semelhante ao que se encontrava no ano de 2004.

A tendência de queda da Selic permanece durante o ano de 2007. Barbosa (2013) coloca que fatores como a forte expansão agrícola que ocorre a partir de 2006 reduziu a pressão sobre os preços dos alimentos, que permitiu uma política monetária mais flexível no biênio 2006-2007. O não comprometimento com novas reduções da inflação, estipulando uma meta estável ao ano anterior também é um dos fatores que possibilitou essa menor ortodoxia monetária neste período. O câmbio é novamente fator que explica a possibilidade de uma política monetária mais flexível, já que a valorização cambial que ocorre devido ao efeito das commodities na economia brasileira possibilitou uma política monetária mais branda.

Filgueiras e colaboradores (2010) coloca também o papel do cenário externo favorável, que facilitou a redução das pressões inflacionárias e permitiu uma menor ortodoxia econômica a partir de 2006, e que também possibilitou uma melhora do desempenho econômico do país. O Brasil ficou com maior estabilidade macroeconômica, que permitiu ao mesmo tempo uma redução significativa da taxa Selic e um aumento ao crédito voltado ao consumo. No mesmo momento, o câmbio volta a se valorizar, o que também foi fator decisivo para um controle mais ameno da inflação.

Esta flexibilidade da política monetária não foi permanente durante todo o período. Entre 2006 e 2010, a política monetária transitou entre momentos de maior flexibilidade e em momentos de maior ortodoxia nas medidas tomadas. Segundo Barbosa (2013), antes do estopim da crise mundial de 2008, com o caso da quebra do banco Lehman Brothers em setembro, a política monetária já apresentava sinais de ortodoxia, com a elevação neste mesmo ano da taxa Selic. O patamar mais elevado da Selic durante o período em questão foi alcançado pouco antes da quebra do banco, chegando a 13,75%. O Banco Central alegava que a demanda

econômica estava demasiadamente aquecida e era necessário um recuo econômico para evitar uma inflação elevada.

Mesmo após o estopim da crise, a política monetária se manteve ortodoxa até o final do ano de 2008. Existia um temor do Banco Central de que um dos reflexos da crise econômica no Brasil fosse uma elevação inflacionária, e este atuou de maneira conservadora, enquanto praticamente todos os países do mundo tomavam medidas monetárias mais heterodoxas para amenizar os efeitos da crise. A política monetária só foi alterada em 2009, com a redução da Selic no início deste ano. Barbosa e Souza (2010) analisam que isto foi possível devido à percepção do Banco Central de que não ocorreriam riscos inflacionários com a crise. Inicia-se um ciclo de reduções da taxa Selic, como medida anticíclica em resposta à crise. Existe um consenso entre economistas heterodoxos, como visto em Freitas (2010), de que tais medidas surgiram com atraso, mas que tal atraso foi compensado por uma política fiscal anticíclica desde o início dos sintomas da crise.

O ciclo de políticas monetárias mais flexíveis se interrompe novamente em 2010. Com a forte recuperação econômica demonstrada neste ano, o Banco Central volta a temer possíveis pressões inflacionárias, e um novo ciclo de elevações consecutivas da taxa Selic é iniciado. Este período de ortodoxia monetária se manteve durante todo o ano, e no ano seguinte, até setembro de 2011, já no governo Dilma, com a tendência de elevação da Selic.

Tabela 2 – Indicadores e metas macroeconômicas: 2006-2010

	Selic <sup>3</sup>	Selic Real <sup>3</sup>	IPCA	Meta Inflação	Meta superávit	Varição PIB	Câmbio médio anual
2006	13,25%	10,11%	3,14%	4,5% (2,5%-6,5%)	4,25%	3,96%	R\$ 2,18
2007	11,25%	6,79%	4,46%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,80%	6,90%	R\$ 1,95
2008	13,75%	7,85%	5,90%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,80%	5,17%	R\$ 1,84
2009	8,75%	4,44%	4,31%	4,5% (2,5%-6,5%)	2,50%	-0,33%	R\$ 2,00
2010	10,75%	4,84%	5,91%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	7,53%	R\$ 1,76

Fonte: Adaptado a partir de Ipeadata e Banco Central do Brasil.

<sup>3</sup>Valores do final do ano.

Dentro da fase mais flexível da política monetária, é possível ver uma redução do nível da Selic em comparação ao período anterior (1999-2005), mas ainda em um patamar muito elevado. É possível observar que este período tem fases mais e menos flexíveis em relação à política monetária. Períodos em que ocorre uma redução da taxa Selic são sucedidos por períodos nos quais a Selic volta a se elevar. Isto é possível de se visualizar em 2008, após uma queda de dois anos seguidos entre 2006 e 2007, em 2010, após a queda de 2009. Em todos os anos, o IPCA se manteve dentro da meta, e a meta de superávit primário se reduziu até o patamar de 3,1%. Houve um melhor resultado do crescimento econômico, com exceção do ano de 2009, fortemente afetado pela crise mundial. (Tabela 2).

### **3 Condução da política monetária durante o governo Dilma (2011-2016)**

O objetivo desta seção é realizar uma análise sobre a condução da política monetária durante o governo Dilma, mostrando a fase de maior flexibilidade e com maior utilização de outras ferramentas de controle monetária. Barbosa (2013) coloca que um dos primeiros sinais de uma maior flexibilidade da política econômica do governo Dilma se inicia em 2011, com a adoção das medidas “macroprudenciais”<sup>33</sup> no controle inflacionário, para o combate à inflação com outras ferramentas além da Selic.

Em setembro de 2011, se inicia o ciclo de maior flexibilidade monetária do período em questão, com a redução significativa da taxa Selic durante o ano de 2011 até meados de 2012, e com a utilização cada vez maior das medidas “macroprudenciais” para o controle inflacionário. Tais medidas auxiliaram a redução do nível da Selic neste período, que chegou ao menor patamar histórico ao final de 2012, em 7,25% e com 1,4% de taxa de juros real. Existia também uma preocupação em reduzir a taxa de juros cobrada pelo setor privado. Para tal, o governo se utilizou dos bancos públicos, reduzindo a taxa de juros cobrada por estes, na tentativa de que o setor privado fosse obrigado a reduzir suas taxas.

Tal postura se manteve até meados de 2013, quando a utilização das medidas “macroprudenciais” foi reduzida, e o controle inflacionário volta a ser feito quase que totalmente pelo ferramental tradicional, a taxa Selic.

---

3 As medidas “macroprudencias” se baseavam em elevações de depósito compulsório e dos requerimentos de capital dos bancos, visando reduzir a velocidade de expansão do crédito no país. Estas medidas também foram acompanhadas de uma elevação do IOF sobre as operações de crédito pessoal, visando aumentar a taxa de crédito ao consumo e desacelerar o crescimento dos financiamentos.

O Banco Central voltou a assumir uma postura mais ortodoxa, e esta tendência foi mantida até o final do primeiro mandato de Dilma, ao final de 2014. Ocorre a partir desta data uma continuidade e intensificação desta política monetária mais ortodoxa com o início do segundo mandato do governo, com a nomeação de uma equipe econômica mais conservador e a sinalização de uma necessidade de um ajuste fiscal e de um controle mais rígido em relação à inflação.

**Tabela 3** – Indicadores e metas macroeconômicas: 2011-2016<sup>4</sup>

	Selic	Selic Real	IPCA	Meta Inflação	Meta superávit	Variação PIB	Câmbio médio anual
2011	11,00%	4,50%	6,50%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	2,73%	R\$ 1,67
2012	7,25%	1,41%	5,84%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	1,03%	R\$ 1,95
2013	10,00%	4,09%	5,91%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	2,49%	R\$ 2,15
2014	11,75%	5,34%	6,41%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	0,15%	R\$ 2,35
2015	14,25%	3,58%	10,67%	4,5% (2,5%-6,5%)	-0,80%	-3,80%	R\$ 3,33
2016	14,25%	7,19%	7,06%	4,5% (2,5%-6,5%)	0,50%	-3,50%	R\$ 3,76

Fonte: Adaptado a partir de Ipeadata e Banco Central do Brasil.

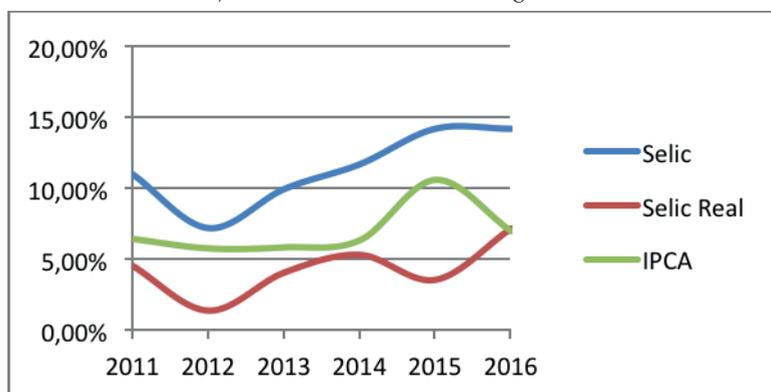
<sup>4</sup> Valores referentes a maio de 2016, sendo a meta de superávit considerada a última aprovada pelo congresso na gestão da presidente eleita Dilma. Em relação ao PIB, é considerada a última projeção feita pelo Banco Central maio de 2016.

Dentro do governo Dilma é possível observar a fase mais flexível da política monetária na história recente, entre 2011 e 2013. É possível observar uma redução do nível da Selic em comparação ao período anterior (1999-2010), chegando em 2012 ao patamar de 7,25%. Existe, porém, uma fase mais flexível e logo após um retorno a uma política monetária ortodoxa e inflexível. Isto é comum historicamente, pois períodos em que ocorre uma redução da taxa Selic são sucedidos por períodos nos quais a Selic volta a se elevar. Isto é possível de se visualizar novamente a partir do final de 2013, após o período de redução da Selic de entre meados de 2011 e meados de 2013.

Diferente do que ocorreu nos períodos anteriores, em 2015 o IPCA ficou bem acima da meta, e sucessivos problemas fiscais obrigaram a uma

redução forçada da meta de superávit primário, aceitando-se inclusive déficit em 2015. Durante o governo Dilma, o resultado foi mais fraco, com uma tendência de *stop-and-go* e com anos de crescimento muito baixo, inclusive com um ano de forte recessão em 2015. As pressões inflacionárias que surgem com mais força nos últimos anos pode ser explicado pela desvalorização cambial que ocorreu desde 2011, numa tendência de elevação constante nos últimos anos, e também pela falta de reajuste dos preços administrados ocorridas neste mesmo período, que fez com que ocorresse uma correção elevada destes no ano de 2015. Os principais fatores que auxiliaram neste quesito foram combustíveis e energia elétrica, esta ainda agravada pelos problemas climáticos ocorridos no ano (Tabela 3).

**Gráfico 4** – Taxa Selic, Selic real e IPCA durante o governo Dilma: 2011-2016<sup>5</sup>



Fonte: Adaptado a partir de Ipeadata e Banco Central do Brasil.

<sup>5</sup> Valores referentes à Maio de 2016.

A taxa Selic teve uma tendência de queda até o ano de 2012, tendo esta tendência revertida a partir de 2013 e com uma forte elevação desta a partir de 2014. Volta-se a característica anterior da política monetária, numa fase mais inflexível, com atitudes mais voltadas à ortodoxia econômica. O IPCA se manteve constante até o ano de 2015, que devido ao fator cambial e as correções dos preços administrados ocorridos no ano teve sua elevação. A partir de 2016, a tendência volta a ser muito similar ao dos anos anteriores do governo Dilma. A taxa de juros real, ou a Selic real, teve também sua tendência de queda até o ano de 2012, quando começa um período de elevação, que teve uma breve interrupção em 2015, devido à elevada inflação, mas que volta a subir para o ano atual (Gráfico 4).

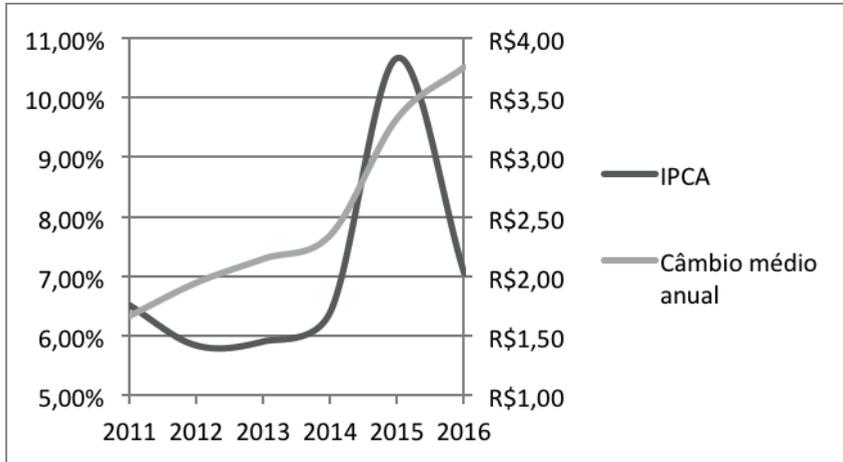
Num primeiro momento, principalmente durante o governo Lula, as medidas mais flexíveis, tanto no meio monetário, quanto nas demais variáveis econômicas, parecem ter surtido efeito, com um melhor desempenho

da economia brasileira neste período, com a possibilidade de uma redução da taxa Selic e da taxa real de juros da economia. Tal conjuntura foi mais fácil de alcançar devido ao bom cenário econômico encontrado, numa situação de elevações constantes dos preços das *commodities*, que manteve a economia brasileira aquecida, mesmo após a crise internacional de 2008.

A partir de um segundo momento, com o início do governo Dilma, os resultados obtidos não foram mais tão significativos quanto no período anterior, mesmo com uma redução ainda maior da taxa Selic e da taxa real de juros neste segundo momento. A economia internacional também ajuda a explicar tal tendência, já que a força das *commodities* no mercado internacional se reduziu neste período, com a reversão da tendência de constantes elevações, o que tornou a economia brasileira mais vulnerável e com maiores desafios a um crescimento econômico consistente.

O governo Dilma tentou num primeiro momento tomar medidas mais heterodoxas, como um controle mais completo da inflação, com um menor peso na utilização da taxa Selic, a utilização de diferentes ferramentas para o controle da inflação que tem origem fora do âmbito da demanda, com tentativas de incentivo ao consumo e ao investimento, com facilitação de crédito ao consumo e a continuidade de utilização dos bancos públicos para a ativação econômica. Tais medidas não surtiram efeito, devido ao aumento das pressões inflacionárias oriundas da desvalorização cambial que ocorre no período, fazendo com que o estado de ânimo da economia se reduzisse. Campedelli (2014) coloca que o resultado final disto foi uma inflação dentro da meta, mas sempre muito próxima à banda superior. Um controle mais rígido da inflação, pelas vias convencionais, foi quase inevitável neste cenário, devido à pressão dos agentes econômicos, principalmente os vinculados ao setor financeiro.

**Gráfico 5 – IPCA comparado à taxa média de câmbio: 2011-2016<sup>5</sup>**

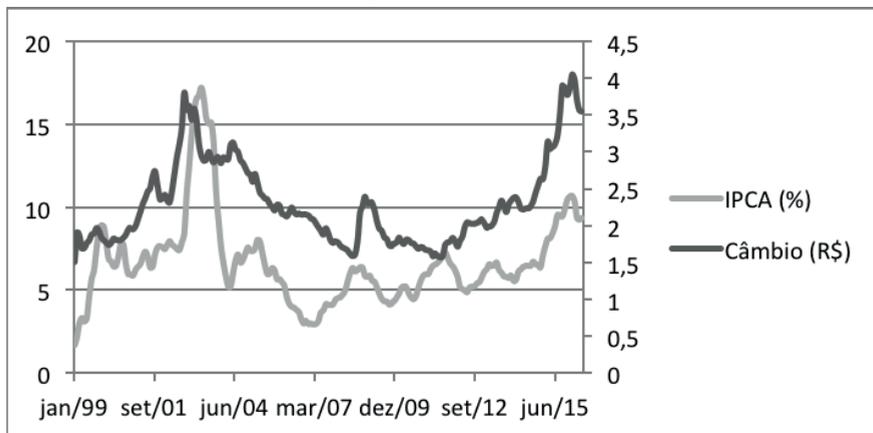


Fonte: Elaborado a partir de Ipeadata.

<sup>5</sup>Valores referentes à Maio de 2016.

Os efeitos do câmbio sobre a inflação no governo Dilma é possível de se ver a partir de 2011. O câmbio começa uma tendência de desvalorização constante que permanece por todo o governo da presidenta eleita, com a inflação respondendo a esta valorização a partir de 2012, com uma explosão desta tendência no ano de 2015. (Gráfico 5).

**Gráfico 6 – IPCA mensal comparado à taxa de câmbio mensal: 1999-2016<sup>5</sup>**



Fonte: Elaborado a partir de Ipeadata e Sidra.

<sup>5</sup>Valores referentes à Maio de 2016.

Existem evidências da influência do câmbio no controle inflacionário dentro do período do regime de metas de inflação. Toda vez que ocorreu uma valorização ou desvalorização cambial, a inflação inclinou-se a seguir a mesma tendência do câmbio. Até o ano de 2008 foi possível observar uma influência quase imediata entre ambas as variáveis, ou seja, uma valorização cambial reduzia em um curto espaço de tempo o nível inflacionário. Após 2008, a variação cambial continuou pautando o nível inflacionário, mas não com a mesma rapidez de antes, pois levou certo tempo para as variações influenciarem efetivamente o nível inflacionário. Isto mostra a forte atuação que o câmbio possui no controle inflacionário na economia brasileira. Durante o governo Dilma, a partir de 2011, é possível ver a forte influência cambial que ocorre, sendo que o câmbio se encontra em forte expansão, o que leva também a inflação a iniciar um período de tendência crescente até o presente momento, em maio de 2016. (Gráfico 6).

Existiu de fato uma tentativa inicial de flexibilização real da política monetária no início do governo Dilma, que foi sucedido ainda em seu primeiro mandato por uma fase de maior rigidez e ortodoxia nas políticas adotadas, semelhantes às ocorridas entre 1999 e 2005. Agora iremos analisar os efeitos desta política e os motivos pela mudança de postura do governo, principalmente após 2015.

#### **4 Análise da condução da política monetária durante o governo Dilma (2011-2016)**

O objetivo desta seção é fazer uma análise mais profunda da atuação da política monetária durante o governo Dilma, entre 2011 e 2016. O principal objetivo desta seção é analisar a flexibilização da política monetária em seu início e a volta a uma atuação mais ortodoxa no final deste período. A política monetária tem sua fase mais flexível de sua história recente a partir de 2011, atuando com o nível histórico mais reduzido da taxa Selic. Mas tal atuação do Banco Central durou pouco, voltando a uma atitude mais ortodoxa em meados de 2013, e tal tendência se manteve até o momento atual, com um combate ortodoxo à inflação, sempre atuando de maneira rígida quando concluíam que existiam pressões inflacionárias na economia.

Esta aproximação da política monetária a uma postura mais heterodoxa foi alvo de diversas críticas pelos agentes econômicos e por economistas com viés mais ortodoxos. Na matéria especial feita pelo estado de São

Paulo, por Landim (2013), diversos economistas, tanto heterodoxos quanto ortodoxos foram questionados em relação à política monetária adotada pelo governo Dilma. Affonso Celso Pastore apontava para uma redução excessiva da taxa Selic, permitindo pressões inflacionárias. Gustavo Franco, ex-presidente do Banco Central, também criticava a nova política monetária do governo, achando que deveria ser visto com mais cautela a questão inflacionária. Entretanto, os economistas afirmavam que o nível inflacionário estava bem abaixo do que esperavam, devido à postura adotada pelo Banco Central.

Outra medida adotada também durante o governo Dilma foi um controle mais rígido dos preços administrados, fazendo com que estes pouco se elevassem durante os anos do governo, e impactando muito pouco o cálculo final do IPCA no período. Segundo relatório do Banco Central do Brasil (2013), a variação dos preços livres da economia foi de 7,31%, enquanto a variação dos preços administrados foi de apenas 0,95% para o ano de 2013, mostrando um elevado controle nos preços administrados. O relatório aponta que os preços administrados foram deliberadamente contidos como política de controle inflacionário, mostrando um número maior de ferramentas de controle inflacionário do que o usualmente utilizado, que consiste basicamente na regulação da Selic.

As medidas de foco mais heterodoxo em relação à política monetária duraram até meados de 2013. Já em maio de 2013 ocorre uma volta da elevação da Selic, em um ciclo que se inicia neste ano e até o final do primeiro mandato de Dilma persiste. A taxa Selic sai de 7,25% em 2013 e finaliza o ano de 2014 em 11,75% ao final de 2014. A utilização das medidas “macroprudenciais” também foi sendo reduzida a partir de 2013, quase não sendo mais utilizada no final do mandato de Dilma. O único ponto que persistiu até o final do mandato com caráter mais heterodoxo foi o controle mais rígido dos preços administrados, mas a tendência é que estas medidas sejam abandonadas a partir do próximo mandato de Dilma, que se inicia em 2015.

A fase de maior heterodoxia da política monetária da história recente foi interrompida, com a volta de políticas mais rígidas e de caráter convencional, com controle inflacionário via redução de demanda e com a utilização da Selic como sua ferramenta principal. A tendência para os próximos anos é de uma continuidade destas políticas com viés ortodoxo de controle inflacionário, sem a perspectiva de uma volta, pelo menos nos próximos anos, de uma política mais flexível e menos ortodoxa no controle da inflação.

Uma das primeiras mudanças que pode ser observada neste período é o abandono quase que completo das medidas “macroprudenciais” a

partir desta data. Existiu, segundo Barbosa (2013) uma percepção que as tais medidas prejudicavam os estímulos ao investimento que se buscava dentro da economia, sendo que, para resultados econômicos melhores, tais medidas foram abandonadas gradativamente. Outro fator é a volta de uma percepção entre agentes econômicos, principalmente do mercado financeiro, como pode ser observado na série de entrevistas feitas por Landim (2013), que o controle inflacionário somente seria efetivo a partir de medidas convencionais, com a utilização da Selic para tal finalidade.

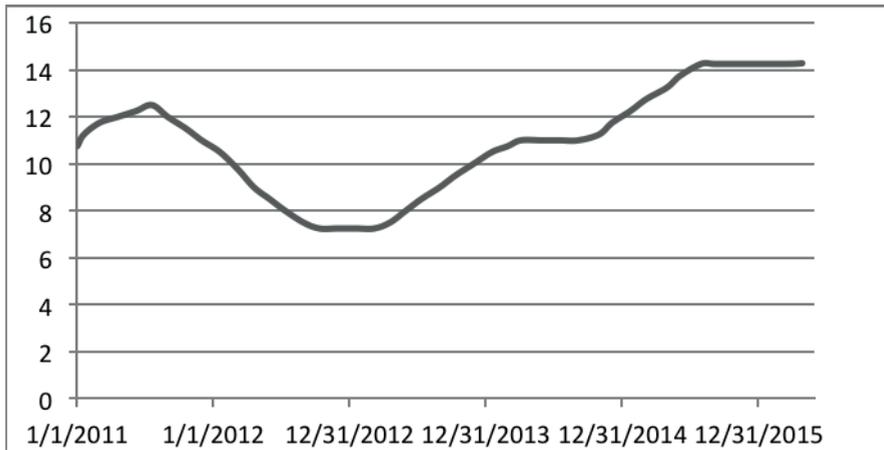
Com o abandono de tais medidas, o controle inflacionário entre os anos de 2013 e 2014 dependia somente da manipulação da taxa Selic pelo Banco Central e do controle de preços administrados. Outras medidas que mostram uma retomada da ortodoxia econômica é a escolha do ministro da Fazenda, Joaquim Levy, para o cargo. Levy é um economista de formação ortodoxa e que foi colocado no cargo com a missão de realizar um profundo ajuste fiscal, que permitisse, ao mesmo tempo, uma retomada do crescimento no médio prazo, e um controle mais rígido da inflação, que sofria diversas pressões inflacionárias no momento. O ministro não consegue terminar o ano, deixando a economia com um dos piores resultados econômicos da história do Brasil, numa recessão de 3,8% e com uma inflação de 10,7%, sendo que, no início dos anos, os indicadores não mostravam um cenário tão negativo.

Fato que explica a elevada inflação ocorrida neste ano foram as correções dos preços administrados feitas neste período. Estes eram utilizados como forma de controle inflacionário no primeiro mandato de Dilma, sendo que estavam defasados e necessitavam de ajuste. O então Ministro Levy decidiu realizar o reajuste de uma única vez, elevando todos os preços ao mesmo tempo. Isto gerou uma forte elevação dos níveis de preço. Também é importante ressaltar o fator cambial, já que houve no ano de 2015 uma das maiores desvalorizações cambiais da história recente, sendo somente menor do que a ocorrida em 2002. Tal fator elevou o preço dos insumos e produtos finais importados, gerando grandes elevações inflacionárias no período.

Com a saída de Levy, um ministro com característica mais heterodoxa, Nelson Barbosa, foi colocado no cargo. Mas sua permanência no mandato foi meramente formal. O ano de 2016 foi tomado pela pauta única do impedimento da presidente eleita Dilma, sendo que nenhuma das medidas propostas por Barbosa fosse sequer discutida no congresso nacional em suas votações. A economia em 2016 mostrava um cenário de recessão econômica tão grave quando ocorrido no ano anterior, resultado direto do ajuste fiscal mal sucedido feito por Levy e da situação cada vez mais enigmática sobre o futuro da economia global no ano de 2016.

A situação inflacionária, entretanto, mostrou leve melhora devido ao fato de o pico de desvalorização cambial já ter ocorrido em 2015, também devido a recessão econômica que o país vive, o que reduz consideravelmente a demanda, o que dificulta que os preços se elevem, mesmo em caso de aumento de custos, e também porque a maior parte dos reajustes dos preços administrados já foi realizado no ano anterior. Mas tal fato só foi possível devido à péssima situação econômica que o Brasil se encontra, não sendo possível considerar isto como alento.

Gráfico 7 – Definição da taxa Selic - meta a cada reunião do Copom: 2011-2016<sup>5</sup>



Fonte: Elaborado a partir de Banco Central do Brasil.

<sup>5</sup> Valores referentes à Maio de 2016

É possível se observar um período de maior flexibilidade da política monetária, quando a tendência da taxa Selic era de baixa, seguidos pela volta de um período de ortodoxia e inflexibilidade monetária. Entre os anos de 2011 e 2013, é possível observar uma redução significativa da taxa Selic, mas o período foi interrompido ao final do mesmo ano e a tendência de alta persiste até o momento atual. Neste primeiro período ocorre o momento em que se pode ver uma tentativa de maior heterodoxia monetária, período em que a taxa Selic chega ao seu patamar mais reduzido na história recente, até 7,25%. Mas após se interromper este movimento, com a volta de uma forte elevação da Selic, se inicia o atual ciclo de inflexibilidade da política monetária. (Gráfico 7).

Mesmo com uma tentativa de reduzir a inflexibilidade da política monetária, colocando a inflação brasileira em um combate mais amplo, considerando fatores de oferta além dos fatores de demanda, esta tentativa

foi curta, sendo revertida ainda no primeiro governo Dilma. A atuação após o início do breve segundo mandato foi de caráter predominantemente ortodoxo, tanto no meio monetário, com a utilização exclusiva e forte da taxa Selic para tal, quanto no meio fiscal, já que parte do ajuste tinha como consequência a redução dos gastos públicos, visando um melhor controle inflacionário. O breve período em que a economia experimentou um combate mais amplo de política monetária teve relativo sucesso, já que, mesmo com uma inflação próxima da meta, não existiu ameaça para que tal meta fosse ultrapassada.

## 5 Considerações Finais

Com a crise cambial ocorrida no final de 1998 e início de 1999, a utilização da âncora cambial ficou insustentável, fazendo com que o governo necessitasse de outro método de controle inflacionário. O regime de metas de inflação foi o método escolhido como substituto. Existia certa preocupação em relação à utilização deste novo método, já que muitos não acreditavam que era possível se manter o controle inflacionário sem a utilização do câmbio na estabilização monetária.

O regime de metas de inflação começa a ser adotado em julho de 1999, e eram esperados dois efeitos positivos em relação ao método de estabilização anterior, uma redução da volatilidade externa da economia e uma redução do nível da Selic para patamares mais próximos da realidade internacional. O primeiro efeito foi observado, mas a redução significativa da Selic não ocorreu. O nível da Selic foi mais reduzido do que no período anterior, mas com uma redução muito menos significativa do que era esperado, tanto que até nos dias atuais a Selic se encontra em um patamar elevado, comparado às demais economias mundiais.

Durante um primeiro momento, no período entre 1999 e 2005, a condução da política monetária foi muito rígida e com forte viés ortodoxo. Durante o segundo governo FHC e boa parte do primeiro governo Lula, a política monetária foi conduzida sempre com elevadas taxas Selic, e com uma atuação agressiva do Banco Central sempre que existia a percepção de pressões inflacionárias. A Selic era elevada constantemente quando existia tal percepção, o que manteve o patamar desta taxa em um nível exageradamente elevado nesta primeira fase do regime de metas de inflação.

Isto ocorria devido à prioridade no controle inflacionário que ocorria dentro do governo FHC e que se manteve no governo Lula. A política monetária, que se baseava no regime de metas de inflação, era o alicerce

da política econômica do governo, sendo que as demais políticas, como fiscal e cambial, eram subordinadas aos objetivos monetários estipulados. Durante o início do governo Lula, o peso dado ao controle inflacionário foi aumentado, atuando de maneira ainda mais ortodoxa que no período anterior, o que caracterizou em uma menor flexibilidade desta política até 2005.

A partir de 2006, com uma grande redução da taxa Selic no ano, se inicia uma fase mais flexível do regime de metas de inflação, com um nível da Selic mais reduzido do que no período anterior, mas ainda num nível muito elevado comparado aos padrões internacionais. Os bons resultados econômicos de 2004 e 2005 permitiram que a política monetária fosse realizada de maneira mais flexível, permitindo, inclusive, que o ritmo da economia brasileira se mantivesse durante os próximos anos.

Mesmo com a Selic em um nível mais reduzido neste segundo período, a atuação da política monetária não foi constantemente flexível por todo o período, é possível se observar diversas vezes em que a política monetária volta a ser mais rígida, com elevações da taxa Selic. A flexibilidade que se apresentou em 2006-2007 e 2009 foram interrompidas por fases de maior ortodoxia nos anos posteriores 2008 e 2010. Esta oscilação da política monetária se releva fortemente a partir do final do governo Dilma.

É inegável que o governo Dilma possui o período de menor ortodoxia da política monetária, mas mesmo com uma redução do nível da Selic, este segundo período não deixa de manter sua característica ortodoxa, que fica evidente com o início de um ciclo de políticas inflexíveis a partir de 2013, se intensificando em 2015. O momento em que pode ser observada uma tentativa verdadeira de mudança de postura em relação à política monetária foi entre agosto de 2011 e maio de 2013. Neste período, a taxa Selic em termos reais chega a um patamar mais próximo da realidade internacional, diversas outras fontes de inflação foram consideradas e outras ferramentas além da taxa Selic foram utilizadas no controle inflacionário. Mas a política que é levada adiante após esta breve experiência mais flexível é uma das mais ortodoxas do período do regime de metas de inflação.

A atuação da política monetária no atual momento e na maioria do período do regime de metas de inflação é ortodoxa. O período entre 1999 e 2005 foi excessivamente ortodoxo, enquanto o segundo período, a partir de 2006, foi mais brando, mas ainda continuou ortodoxo. Existe uma maior flexibilidade da política monetária a partir de 2006, mas a condução da política monetária na maior parte do período do regime de metas de inflação pode ser considerada ortodoxa. O aspecto encontrado em 2015 é somente uma intensificação deste modelo, após a crítica popular do sistema financeiro e dos economistas ortodoxos declararem a falência

do controle inflacionário ocorrido entre 2011 e 2013, mesmo este tendo sucesso em manter a inflação dentro da meta estipulada, com a ressalva de que isto só foi possível pelo controle dos preços administrados, que se mantiveram abaixo da própria inflação neste período.

## Referências

- AMITRANO, C. R. O modelo de crescimento da economia brasileira no período recente: condicionantes, características e limites. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 7, p. 206-249, nov. 2005/abr. 2006.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Histórico das taxas de juros*. Brasília, [2017?]. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>> . Acesso em: ago. 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Expectativas de Mercado: com informações até março de 2014. *Série Perguntas Mais Frequentes*. Brasília, [2014]. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2013-Expectativas%20de%20Mercado.pdf>> . Acesso em: 24 ago. 2016.
- BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In: SADER, E. (Org.). *10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma*. São Paulo: Boitempo, 2013. p. 69-102.
- BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Org.). *Brasil: entre o passado e o futuro*. São Paulo: Boitempo, 2010. p. 57-110.
- CAMPEDELLI, A. L. *O regime de metas de inflação: o debate entre ortodoxos e heterodoxos*. 2014. 166 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014.
- CINTRA, M. A. M. Suave fracasso: a política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. *Novos Estudos*, São Paulo, v. 73, p. 39-56, nov. 2005.
- FILGUEIRAS, L. et al. Modelo liberal-periférico e bloco de poder: política e dinâmica macroeconômica nos governos Lula. In: MAGALHÃES, J. P. de A. et al. *Os anos Lula: contribuição para um balanço crítico 2003-2010*. Rio de Janeiro: Garamond, 2010. p. 35-69.
- FREITAS, M. C. P. Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação. In: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. de M. (Org.).

*Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira.* São Paulo: Atitude, 2010. p. 177-207.

IPEADATA. *Vários números.* [Brasília], [2016?]. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: ago. 2016.

LANDIM, R. Os entraves da economia. *Estadão*, São Paulo, 2013. Disponível em <<http://topicos.estadao.com.br/juros-economistas>>. Acesso em: 9 jan. 2014.

MODENESI, A. de M. *Regimes monetários: teoria e a experiência do real.* Barueri: Manole, 2005.

OLIVEIRA, G. TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudanças em condições adversas. *Revista Tempo Social*, São Paulo, v. 15, n 2, p. 195-217, nov. 2003.

SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 63-72, jan./mar. 2010.

SIDRA. Sistema IBGE de recuperação automática. *Vários números.* [Rio de Janeiro], [2016?]. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br>>. Acesso em: ago. 2016.

SILVA, M. L. F. Plano real e âncora cambial. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 3-24, jul./set. 2002.